



Munich Personal RePEc Archive

Macroeconomic Outlook and Trends in Latin American Debt Capital Markets: A turn to domestic sources of funding?

Avellaneda-Kantt, Maria Belen

Columbia University, CAEI

20 October 2012

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/44271/>

MPRA Paper No. 44271, posted 08 Feb 2013 09:17 UTC

Perspectiva Macroeconómica y Tendencias en el Mercado de Deuda Latinoamericano: ¿El viraje hacia instrumentos de fondeo doméstico?

Maria Belén Avellaneda-Kantt

Columbia University

Centro Argentino de Estudios Internacionales

I. Introducción

Tras las diversas crisis financieras ocurridas hacia mediados de los años 90 e inicios del milenio (efecto tequila, crisis asiática, rusa, brasileña, argentina y ecuatoriana) América Latina encontró el contexto propicio para alcanzar un crecimiento económico sostenido más estable. Elementos endógenos – como el incremento del crédito, la creación de fondos anticíclicos, el manejo prudencial de las finanzas públicas, el establecimiento de metas de inflación, el incentivo hacia la acumulación de reservas, balances externos más saludables – y exógenos, principalmente ligados al aumento en el precio de los commodities y las bajas en las tasas de interés, favorecieron un escenario de mayor crecimiento del producto para la región en su conjunto.

En estos años las compañías latinoamericanas han ampliado su capacidad productiva, y lograron expandirse regional y globalmente. Los gobiernos han realizado enormes proyectos ligados a la infraestructura y las comunicaciones. Ello se vio facilitado por el contexto antes descrito y el optimismo que creó la mayor estabilidad política de la región. Pero también fue impulsado por la cantidad de instrumentos de financiación que se han hecho accesibles, desde emisiones globales a locales, en diversas divisas o moneda local, extensión de líneas de liquidez, instrumentos de carácter mixto impulsado por los bancos multilaterales, utilización de garantías, financiación de exportaciones, estructurados respaldados con activos, entre otros.

Estos cambios facilitaron a los gobiernos las herramientas necesarias para paliar los impactos de la crisis financiera global, principalmente sobre sus poblaciones más vulnerables. Sin embargo, frente a un potencial deterioro en el crecimiento del periodo 2011-2013 respecto del fuerte repunte de 2010 se espera que una serie de factores acoten el margen de maniobra con el que cuentan las autoridades para la aplicación de políticas contracíclicas. Así, la demora en la recuperación de Estados Unidos, la profundización de la crisis europea, una posible reversión de los términos de intercambio, cuentas externas menos favorables y los procesos inflacionarios internos mermarán la capacidad de respuesta de los gobiernos frente a la nueva coyuntura. En este marco resulta de gran importancia conocer e interpretar las tendencias en algunas de las fuentes capaces de permitir la financiación del crecimiento, el fomento a la inversión y la creación de empleo. Este trabajo se concentra en las características y tendencias del mercado de deuda en América Latina, resaltando la importancia que poseen las fuentes domésticas de fondeo así como también las emisiones en moneda local. Principalmente, retomando la discusión que presentan Carmen Reinhart y Kenneth Rogoff (2008) acerca de “la historia olvidada de la deuda interna” y las investigaciones de Serge Jeanneau y Camilo Tovar (2008) en relación a las emisiones en moneda local. Se exhibirán también las ventajas y desventajas de estas tendencias, retomando la pregunta de Eduardo Cavallo (2010) sobre cuán segura es realmente la nueva composición de la deuda.

Para insertar el análisis de los mercados de deuda en un marco y una coyuntura el punto de partida de este estudio es un estado de situación en base al comportamiento de las principales variables macroeconómicas en la región. Principalmente se consideran los fundamentos económicos sobre los que se basa el funcionamiento de los mercados financieros, analizando si ha habido cambios profundos o tan sólo temporales. En segundo lugar se establecerá un panorama de los mercados de deuda latinoamericanos con foco en los factores que han permitido su desarrollo reciente. Luego, se resaltarán las características principales del mercado de bonos en la región y las tendencias actuales. Se exhibirán también las tendencias en materia de emisiones en moneda local, los actores predominantes y el rol de la banca regional y multilateral.

Este trabajo tiene por objeto ser “comunicable” a un público diverso: academia, hacedores de políticas públicas y sector privado. En este sentido se ha buscado brindar ejemplos concretos que den cuenta de las tendencias encontradas.

Se han utilizado como fuentes de datos las estadísticas de la CEPAL, el banco de datos del Banco Interamericano de Desarrollo, Banco Internacional de Pagos, Banco Mundial, banco de datos del Fondo Monetario Internacional, OECD, el Instituto Internacional de Finanzas (IIF), *Emerging Markets Trading Association* (EMTA), datos oficiales de los bancos centrales, estudios de Bancos de Inversión y calificadoras de riesgo. También se han utilizado datos de Bond Radar, Bloomberg, y Dealogic. También han sido utilizadas bases de datos construidas por estudios previos.

II. Perspectiva Macroeconómica
II. a. Actividad, precios, sector público, inversión y mercado laboral

Las economías Latinoamericanas mostraron una mejor capacidad en el manejo de *shocks* externos que en tiempos anteriores. Si bien no se produjo un desacople total, y prácticamente toda la región se vio afectada por la situación internacional y la consecuente caída en el precio de los commodities en 2009, se articularon políticas que fortalecieron la demanda agregada y el crédito logrando un espectacular repunte en 2010. El consumo de los hogares mostró un fuerte dinamismo facilitado, en gran medida, por la generación de empleo y el aumento en los salarios reales. Gracias a la expansión del crédito la formación bruta de capital también se incremento, lo mismo que la inversión. No obstante esta última continua siendo baja en relación a otras regiones del mundo. De hecho, fortalecer la inversión es uno de los mayores desafíos de las economías de América Latina de cara al futuro.

En 2011 el crecimiento continuó pero a un ritmo menor, ya que algunos países debieron adoptar medidas para frenar el sobrecalentamiento de sus economías.

Gráfico 1

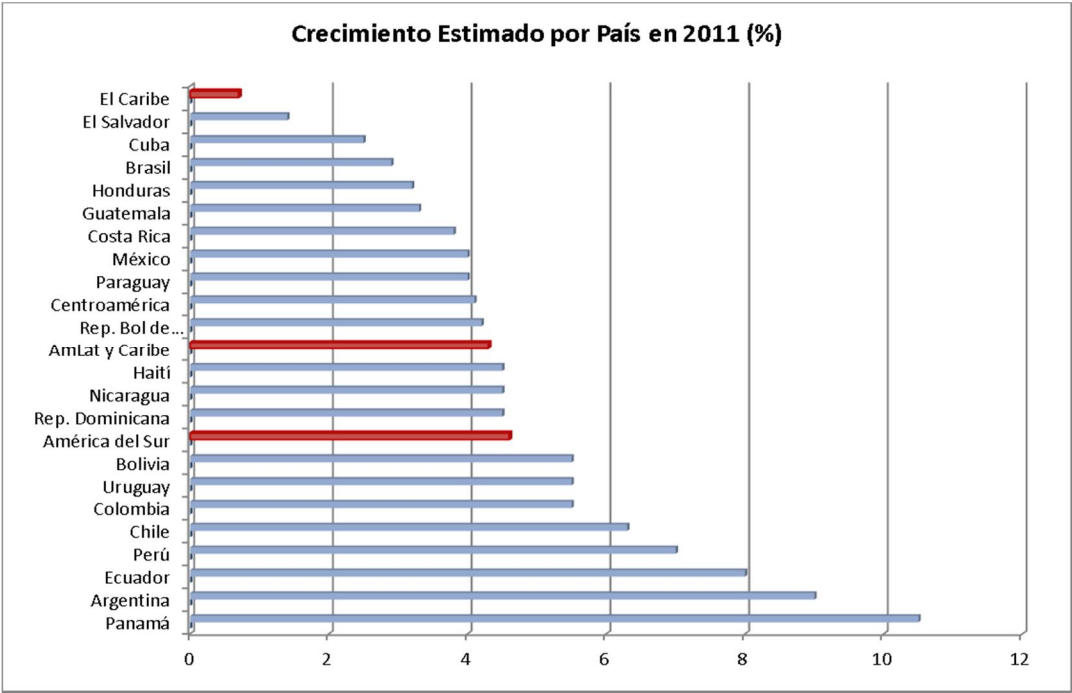


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CEPAL

De acuerdo con los datos de la CEPAL el crecimiento se comportó de manera dispar entre las subregiones, mientras que Suramérica creció a un ritmo del 4,6%, Centroamérica lo hizo al 4,1% y el Caribe sólo creció 0,7%.¹ Los países que mayor crecimiento reportaron fueron Panamá y Argentina, cuyo incremento del producto fue de 10,5% y 9% respectivamente. Otros países que estuvieron por encima del crecimiento promedio de la región y de América del Sur han sido Ecuador, Perú, Chile, Colombia, Uruguay y Bolivia. Por otra parte se observa un gran enfriamiento de la economía brasileña que fue menor al 3%.

¹ CEPAL. Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe. 2011.

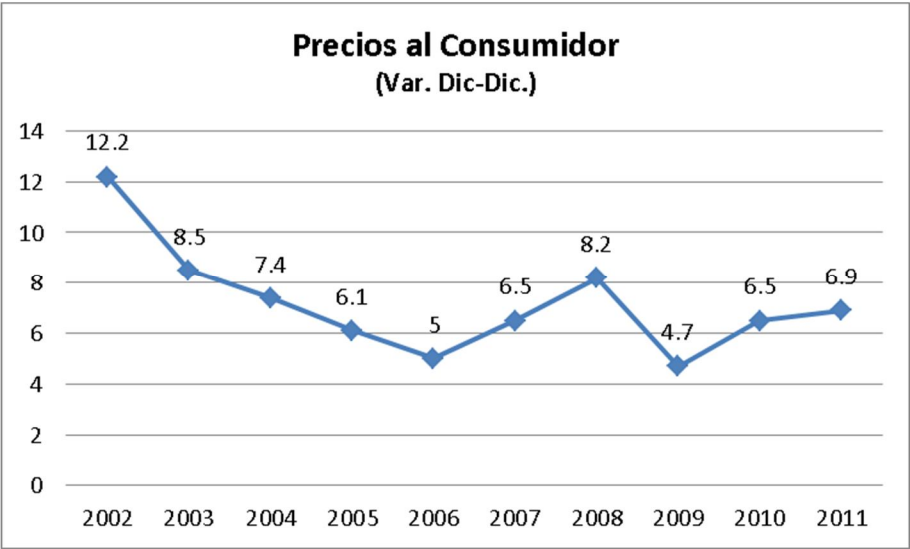
Gráfico 2



Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones de la CEPAL

La inflación creció rápidamente hacia la primera mitad del año 2011 para luego desacelerarse. Esto último es consistente con la desaceleración del crecimiento regional y el hecho de que hacia el segundo trimestre del año los precios internacionales tanto de alimentos como de hidrocarburos se contrajeron. No obstante, cabe resaltar que en 2011 la inflación fue mayor a 2010 a menor tasa de crecimiento.

Gráfico 3

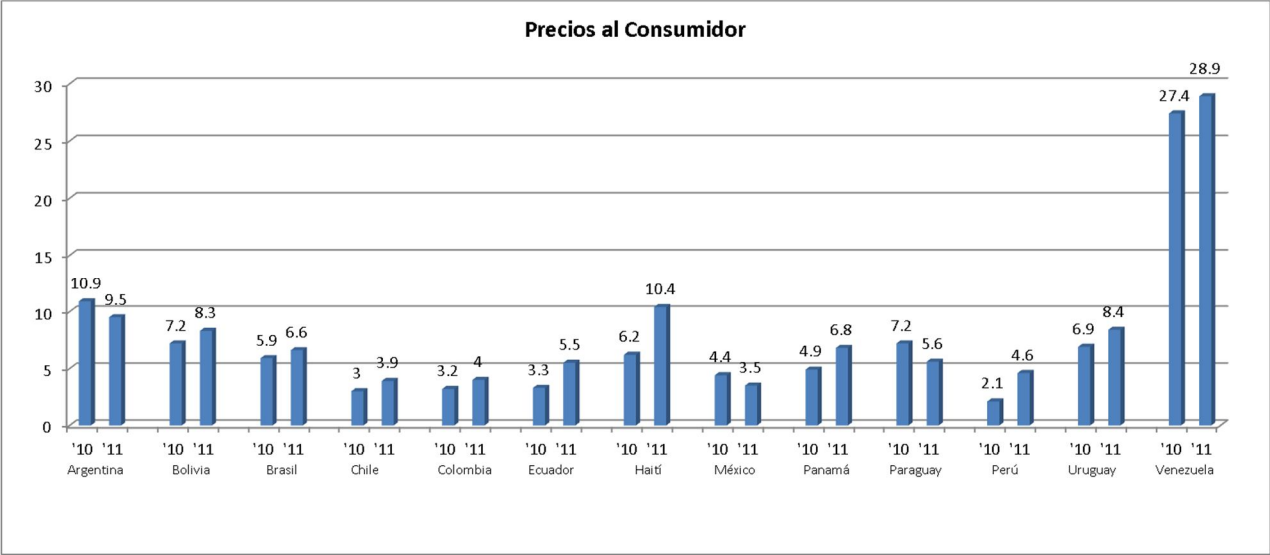


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CEPAL

Los índices de precios al consumidor también varían profundamente entre países. Como se observa en el gráfico 4, Venezuela manifiesta un incremento de precios acelerado y mayor al resto de las economías Latinoamericanas. Bastante por encima del promedio regional se encuentran Suriname

(15,8%), Haití (10,4%), Barbados (10,6%) y Argentina (9,5%). Países como Uruguay (8,4%) y Bolivia (8,3%) vieron un importante aumento en sus precios respecto de 2010. Brasil (6,6%) se mantuvo entorno de la media, mientras que Chile (3,9%), Colombia (4,0%), Perú (4,6%) y en menor medida Ecuador (5,5%) se ubicaron por debajo del promedio regional. En los países de alta inflación será un gran desafío mantener un equilibrado gasto público en un marco de menor crecimiento económico.

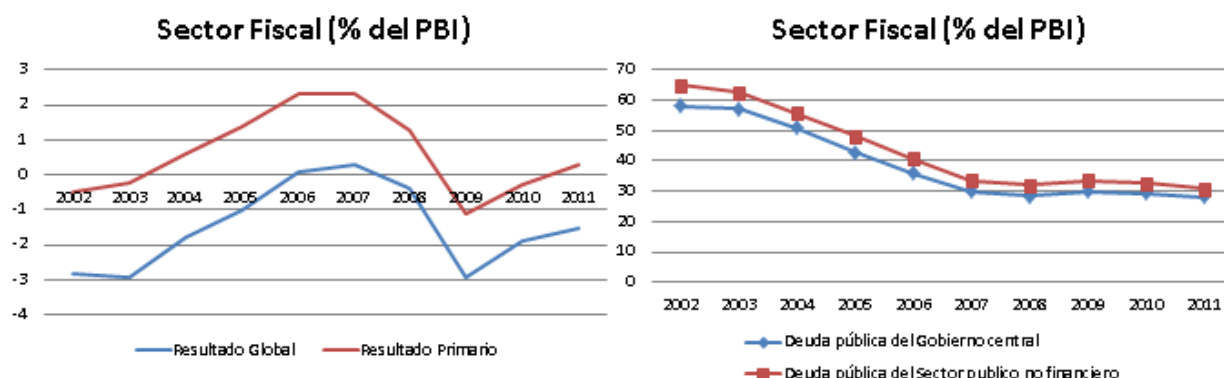
Grafico 4



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CEPAL

El resultado fiscal global para la región es negativo (-1,5%) pero es menor al saldo de 2010 (-1,9%). Por otra parte el resultado primario arroja un dato positivo de 0,3% marcando una mejoría también respecto del año anterior (ver Gráficos 5 y 6).

Gráficos 5 y 6



Fuente: Elaboración propia en base a estimaciones de la CEPAL. Se toma en cuenta al Gobierno Central, a excepción de Bolivia y México, cuyas coberturas corresponden al gobierno general y al sector público, respectivamente. Promedios simples de 19 países. En 2011, las cifras se basan en el primer trimestre.

En materia de deuda pública se observa una clara tendencia hacia la baja, con un pequeño incremento en el periodo 2008-2009, momento en el cual varios países adoptaron paquetes de ayuda fiscal para paliar la crisis. La situación de los países del Caribe es bien distinta y la deuda pública se encuentra en torno del 80% del PBI. Es importante señalar la necesidad de **mantener superávits fiscales primarios para disminuir las presiones inflacionarias**, sobretudo ante la tentación de los gobiernos de monetizar sus déficits.

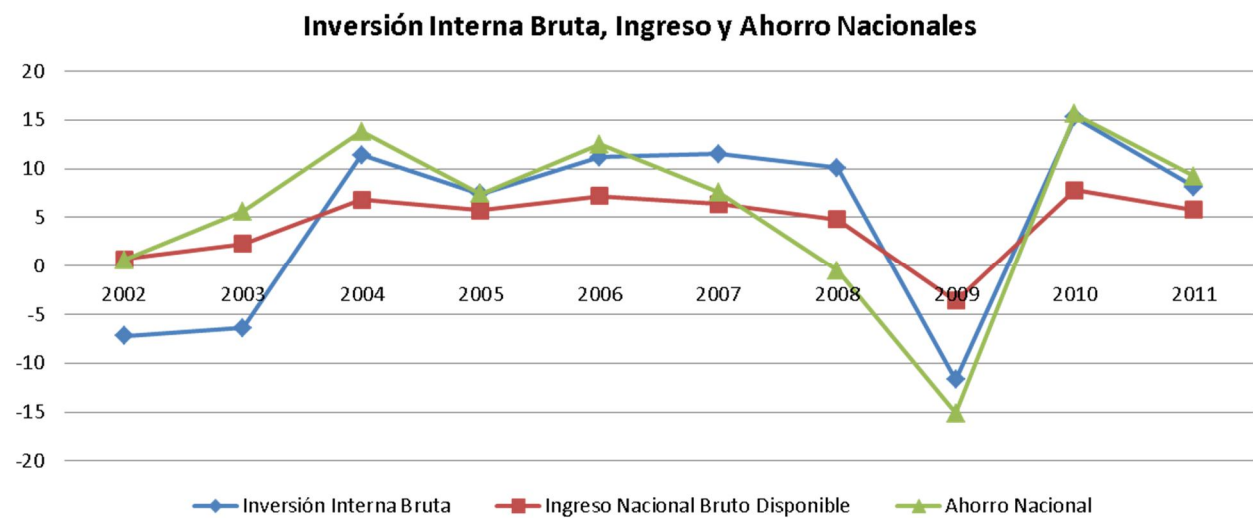
La inflación, así como otros problemas macroeconómicos, han distorsionado los precios de los activos y las condiciones de financiación. Los tipos de interés reales (de algunos países de la región) están entre los más altos del mundo, lo que inhibe la inversión a largo plazo, como la inversión en infraestructura.² Por esta razón resulta de gran importancia cuidar los superávits primarios, ya que brindan mayor credibilidad política, y estabilidad a los tipos de interés y precios.

Si bien la inversión interna bruta en la región se recuperó vigorosamente en 2010, es crucial su profundización para el desarrollo. En materia de inversión pública es imprescindible fortalecer la infraestructura, las comunicaciones, tecnología, los servicios de transporte (cuya precariedad ha costado numerosas vidas) y el desarrollo en materia energética. Esta inversión productiva facilita la expansión de las empresas, impulsa al sector privado a realizar nuevos emprendimientos, promueve la creación de más viviendas, fomenta el empleo y, en definitiva, genera mayor desarrollo y bienestar para la población.

²BBVA Investigación (2011).

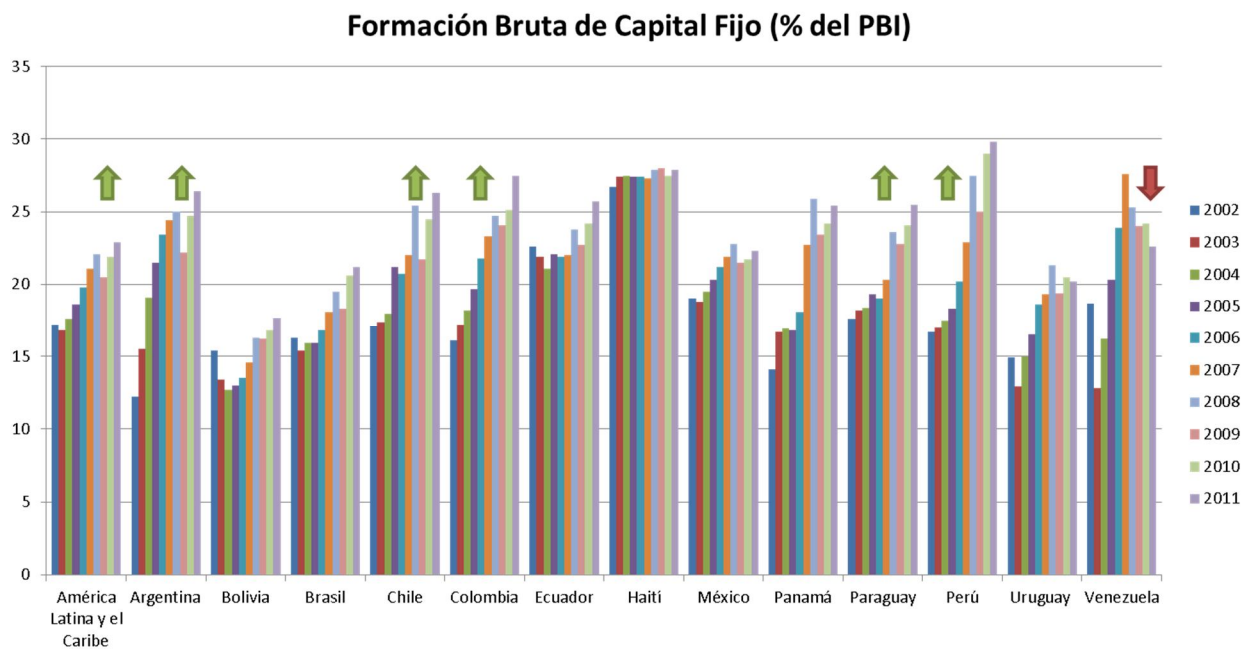
http://www.bbva.com/BBVAInvestigacion/Investigacion/InvestigacionPublica/InvestigacionPublicaPensiones140711_e_tcm346-262920.pdf?ts=1472011

Gráfico 7



Fuente: Elaboración propia en base a los datos de la CEPAL

Gráfico 8



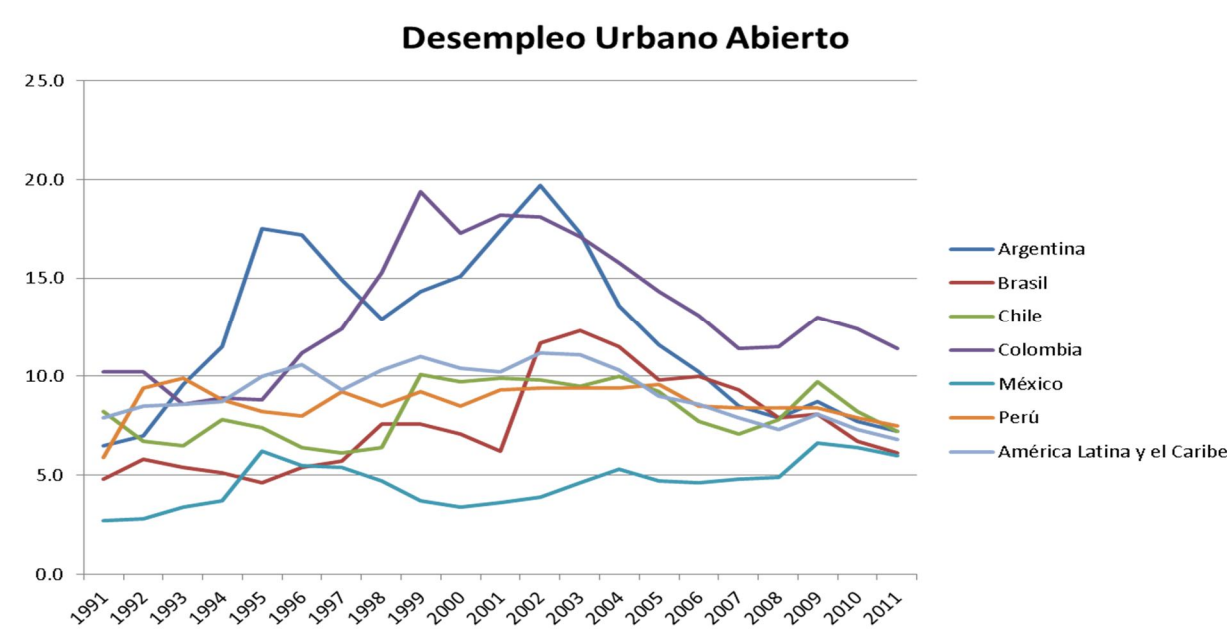
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CEPAL

La formación bruta de capital fijo en proporción al PBI subió a 22,8% (aunque la variación de tasas anuales registró una baja desde un 15,3% en 2010 a un 8,1% en 2011).

Se observa que desde el año 2002 existe una fuerte tendencia hacia el incremento de la formación bruta de capital fijo. En algunos casos el repunte desde 2002 ha sido extraordinario como Argentina (de 12,2% en 2002 a 26,4% en 2011), Chile (de 17,1% en 2002 a 26,3% en 2011), Colombia (de 16,1% en 2002 a 27,5% en 2011), Paraguay (de 17,6% en 2002 a 25,5% en 2011) y Perú (de 16,7% en 2002 a 29,8% en 2011). Distinto es el caso de Venezuela que desde 2007 ha mostrado una tendencia a la baja pasando de 27,6% a 22,6% en 2011.

Como se anticipó parte de la fortaleza de la demanda interna ésta ligada a la dinámica de los mercados laborales de la región y a la incorporación de nuevos trabajadores.

Gráfico 9



Fuente: Elaboración propia en base a datos y estimaciones de la CEPAL

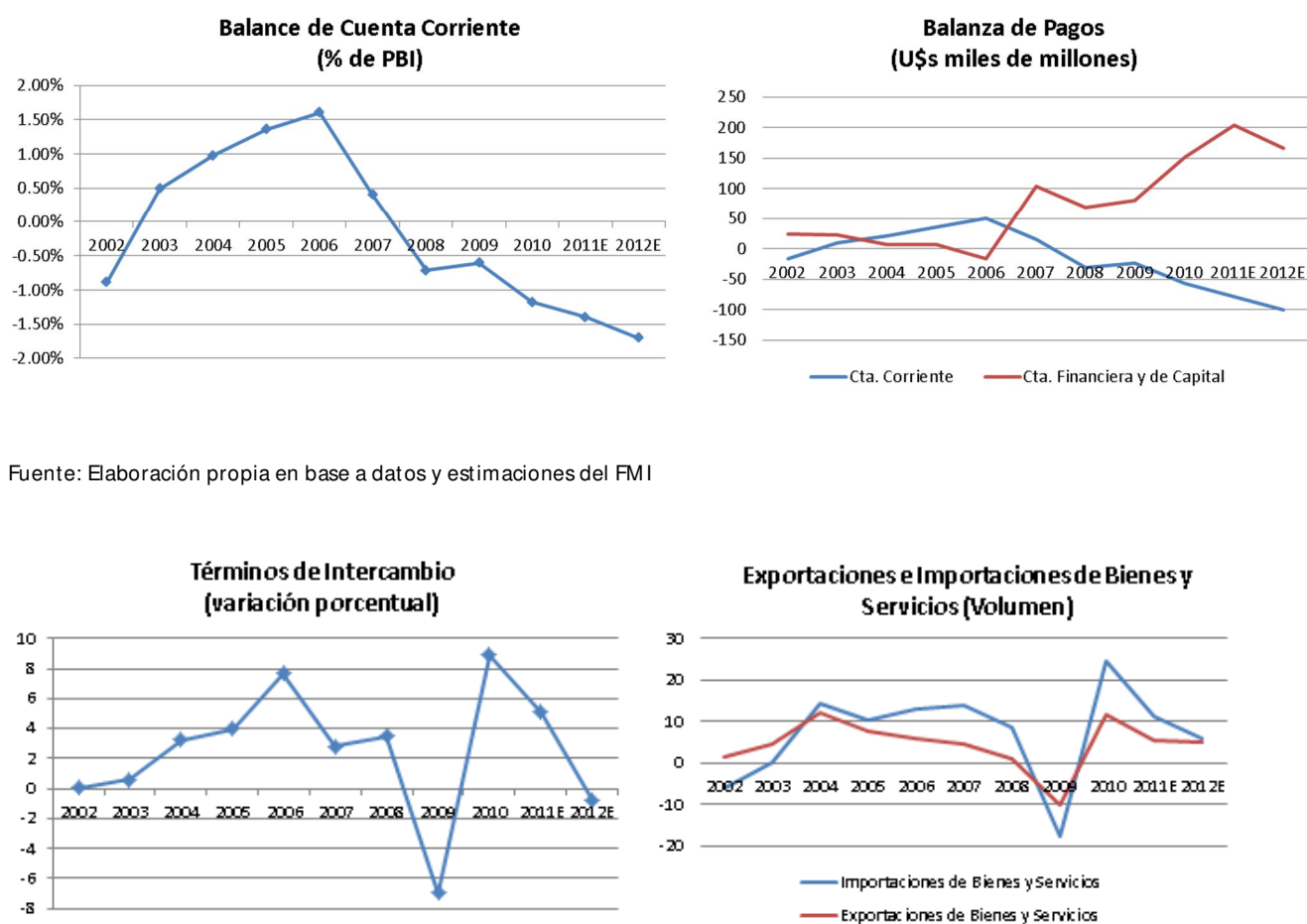
Existe una marcada tendencia a la recuperación en el mercado de trabajo latinoamericano. Principalmente en países como Argentina y Colombia se observa un muy buen desempeño, sin embargo en el caso colombiano (11,8%) aun existe una gran diferencia con el promedio regional (6,8%).

Cabe señalar que esta tendencia es congruente con el incremento en la actividad de los últimos años, siendo importante considerar que la desaceleración de las economías podría tener un impacto negativo en los niveles de empleo.

II. b. Sector Externo

Durante el período 2003-2006 América Latina mantuvo un saldo en cuenta corriente positivo, y en muchos casos países latinoamericanos se convirtieron en acreedores netos respecto del resto del mundo. Esto último fue mayoritariamente producto de la bonanza económica a nivel global y los mejores términos de intercambio para la región. En 2007 la dinámica de la demanda interna y el crecimiento regional llevaron a que este aumento en el poder adquisitivo se traslade a un aumento en las importaciones que comenzaron a crecer a mayor ritmo que el crecimiento de las exportaciones. También, esta situación está ligada al hecho de que en varios países, particularmente los más estables y calificados con “grado de inversión”, la entrada de capitales externos ha sido masiva. Este flujo monetario apreció las monedas locales aumentando el poder adquisitivo de las mismas y provocando un aumento en la propensión marginal a la importación de bienes.

Gráficos 10,11, 12, 13



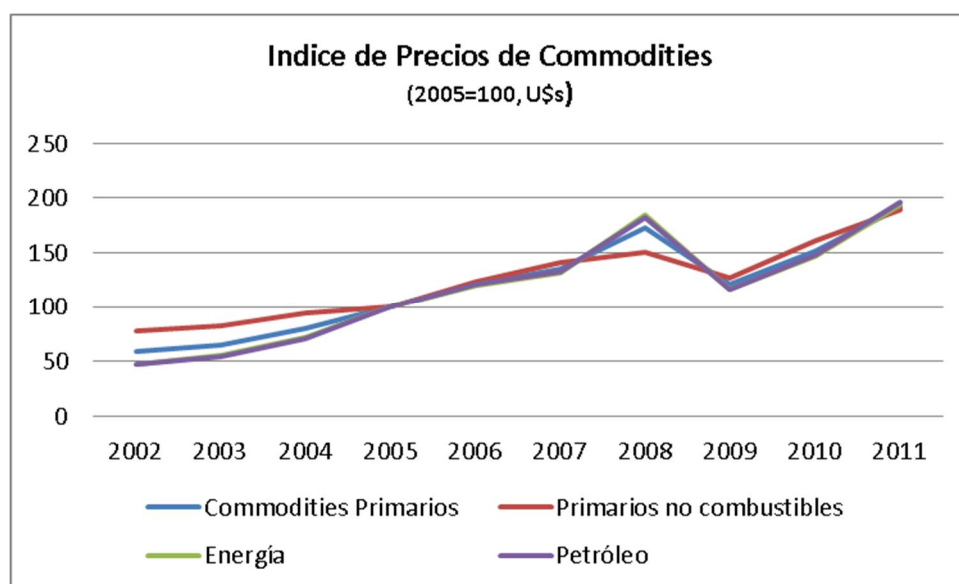
Fuente: Elaboración propia en base a datos y estimaciones del FMI

Fuente: Elaboración propia en base a datos y estimaciones del FMI

Como se observa en el Gráfico 13, exceptuando el repunte de 2010, no ha habido un incremento en la producción de bienes y servicios exportables dado que el volumen se ha mantenido estable. Es sin duda el aumento de precios de los bienes exportables lo que ha permitido obtener mayores ingresos por exportaciones. La persistente dependencia de la exportación de commodities es una de las vulnerabilidades más destacables de la región. La demanda de estos commodities proviene fundamentalmente de China. De acuerdo con el IIF las economías medias con mayor dependencia son Chile (cobre) y Venezuela (petróleo). Asimismo, el incremento en los precios de estos productos

naturalmente redundando en una reversión favorable de los términos de intercambio. Esta “novedad” no necesariamente se prolongará de forma indefinida y tiene un potencial de impacto negativo profundo para la región.

Gráfico 14



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI

Para el conjunto de países el déficit que las economías tienen en su cuenta corriente no representa hoy un peligro pues existe gran financiamiento a través de las entradas de capital. No obstante, sí se convierte en un grave problema para economías como la argentina y la venezolana que actualmente tienen una cuenta corriente con superávit pero cuyos flujos financieros netos son negativos por lo que no pueden financiar un eventual déficit con la entrada de capital. A largo plazo, esta situación generará una fuerte presión sobre las reservas internacionales de estos países. Asimismo, si bien el déficit comercial no representa un problema inmediato para América Latina será un factor preocupante si en el futuro se deterioraran las condiciones de financiamiento externo y la entrada de flujos. Como señalan Calvo y Talvi (2007) y Ocampo (2007) la dependencia del superávit por cuenta corriente respecto al boom en el precio de los commodities debe observarse con gran cuidado, y subrayan Ocampo y Tovar (2008)³ que incluso si se ajusta el balance de cuenta corriente por el aumento de precio en commodities la región no posee superávit desde 2005.

Es importante notar el bajo nivel de complementariedad e integración comercial entre los países de América Latina. Si observamos, por ejemplo, la relación comercial de México – el segundo país económicamente más importante de la región – con el resto es escasa. El 76.7% de las exportaciones mexicanas se destinan a Estados Unidos, mientras que 7.4% se destinan al total de los países latinoamericanos. En cuanto a los bienes que importa 51% provienen de América del Norte, y solo 3% de Latinoamérica. Para la principal potencia emergente de América Latina, Brasil, la relevancia comercial de la región y la diversificación comercial es mayor que lo observado en el caso mexicano, pero es bajo en comparación a la integración presente en otras regiones. El primordial destino de las exportaciones brasileñas es Asia (30%), luego Europa con un 22.7%. En tercer lugar, se encuentra América Latina con 22.4% (9% corresponde únicamente a las exportaciones hacia Argentina), un 10%

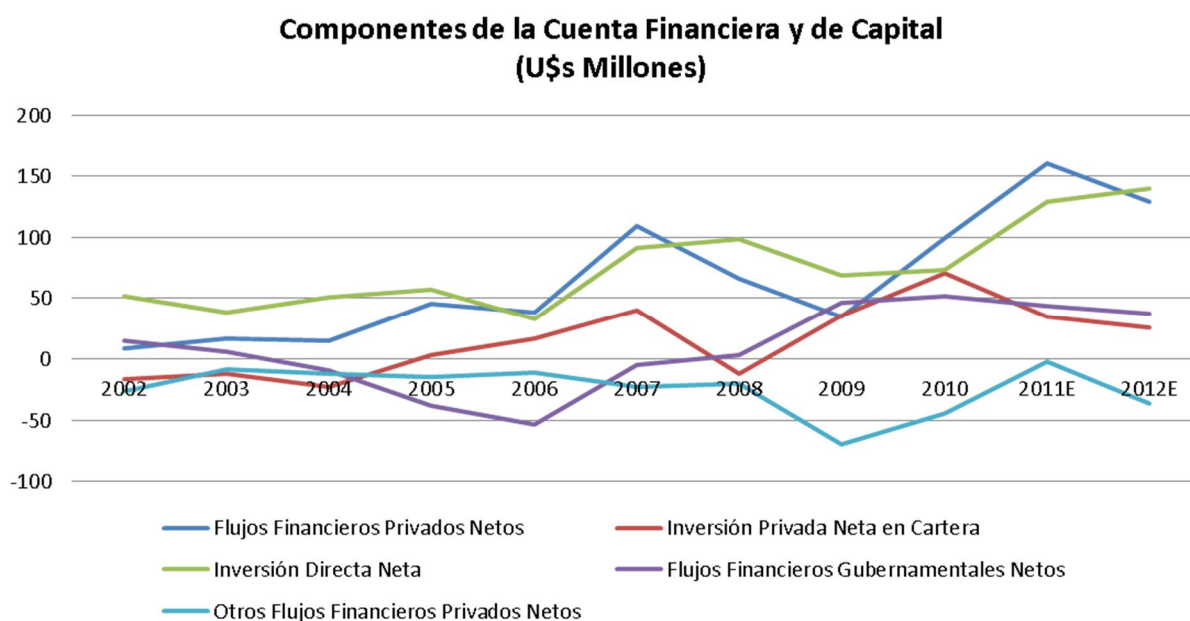
³ Ocampo y Tovar. Naciones Unidas. <http://www.un.org/esa/ffd/events/2008debtworkshop/papers/Ocampo-Tovar-Paper.pdf> (2008)

se exporta a Estados Unidos y 9.6% a África y Medio Oriente. En cuanto a sus importaciones, el 31% proviene de Asia, 25% de Europa, 16.7% de América Latina, 15% de Estados Unidos y 9.5% de África y Medio Oriente. Gran parte de la región ha intensificado sus relaciones comerciales con los países emergentes de Asia. Particularmente con China. Por ello, el crecimiento Latinoamericano está fuertemente ligado a la continuidad del crecimiento asiático y en particular a su fuerte demanda de bienes primarios. La región en su conjunto no ha sufrido un fuerte contagio de la crisis Europea por la vía comercial, dado el bajo porcentaje que este representa (16%).

De acuerdo con la CEPAL y la OECD “la brecha de productividad es un problema persistente que refleja la baja diversificación de las economías de la región, su especialización en sectores no intensivos en tecnología y la escasa inversión en investigación y desarrollo y en innovación... Los sectores intensivos en recursos naturales siguen representando el 60% del valor agregado manufacturero total en América Latina, mientras que en Estados Unidos son los sectores intensivos en conocimiento los que representan el 60% del valor agregado del sector de manufacturas. Al mismo tiempo, los bienes primarios y las manufacturas basadas en recursos naturales representan más del 50% de las exportaciones de América Latina. Consecuentemente, la región invierte escasos recursos en investigación y desarrollo; la inversión en este ámbito en relación con el producto interno bruto (PIB) pasó de 0.5% en 2004 a 0.6% en 2008, mientras que en los países de la OCDE pasó de 2.2% a 2.3% en el mismo lapso. Con respecto a quién realiza los mayores esfuerzos en la materia, a diferencia de lo que se observa en los países desarrollados, el sector privado invierte poco en investigación y desarrollo y las firmas en la región concentran sus actividades científicas y tecnológicas en la adquisición de maquinarias y equipos” (CEPAL/ OECD, 2012).

En conclusión, la región tiene menos saldos externos favorable que en el pasado. Continúa demostrando una alta dependencia respecto de las exportaciones de commodities lo que la hace altamente vulnerable a la situación externa. El volumen de exportaciones de commodities y la subida en los precios de los mismos agrega bastante presión inflacionaria particularmente sobre las economías que han relajado su política económica. A su vez, se observan bajos grados de integración e intercambio intrarregional. Hoy América Latina depende en gran medida de la demanda asiática. Dado el bajo nivel de comercio directo con Europa el efecto de la crisis no ha tenido un alto impacto por esta vía.

Gráfico 15



Fuente: Elaboración propia en base a datos y estimaciones del FMI

Pese a la volatilidad externa, los flujos financieros y la inversión directa en la región se mantienen en niveles altos y brindan capacidad para financiar el déficit comercial y además acumular reservas internacionales. Los principales focos de recepción de la inversión son Brasil y México, luego se ubican Colombia, Chile y Perú. Es importante notar que conforme las estimaciones del FMI, si bien las inversiones en cartera (generalmente se trata de inversiones de corto plazo) decrecerán se espera que la inversión directa se incremente. De ocurrir lo estimado se puede esperar un flujo de capital más estable y de mayor plazo.

Cabe señalar aquí que Europa posee un tercio de la inversión total en los mercados de capital accionario (*equity*). Si bien el contagio de la crisis por la vía comercial e incluso bancaria es limitado, los mercados de acciones son uno de los principales canales de contagio. De 2010 a 2011 la inversión neta en acciones en cartera cayó un 70% a U\$s13 billones de U\$s44 billones. A comienzos de 2012 con una baja en la aversión al riesgo las acciones locales se recuperaron. De acuerdo con el IIF los mercados de renta fija también son vulnerables en tanto que los residentes europeos poseían al menos U\$s160 billones en títulos de deuda latinoamericanos en 2010. Asimismo, Europa es la principal fuente de financiamiento externo directo (FDI), representando en 2010 45% de los flujos totales a la región. Se espera que esto último no sea causa de contagio abrupto por tratarse de inversiones a largo plazo.

Es importante subrayar el desafío que representa el manejo de estos flujos de capital, ya que como resaltan Ocampo y Vos (2008) tienden a impactar en el tipo de cambio de forma pro-cíclica creando una sobrevaluación de las monedas en tiempos favorables y sobrerreacciones a la baja durante *shocks* negativos.

Gráfico 16 Primas de Riesgo en M. Emergentes

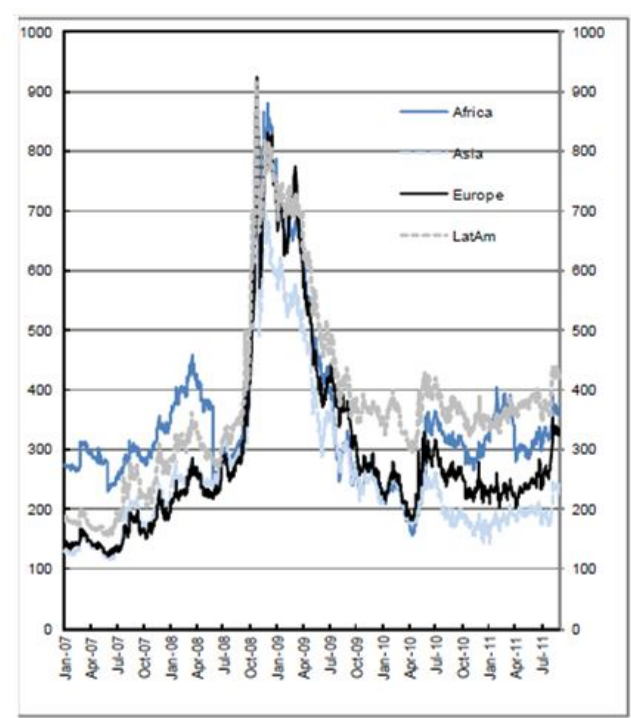
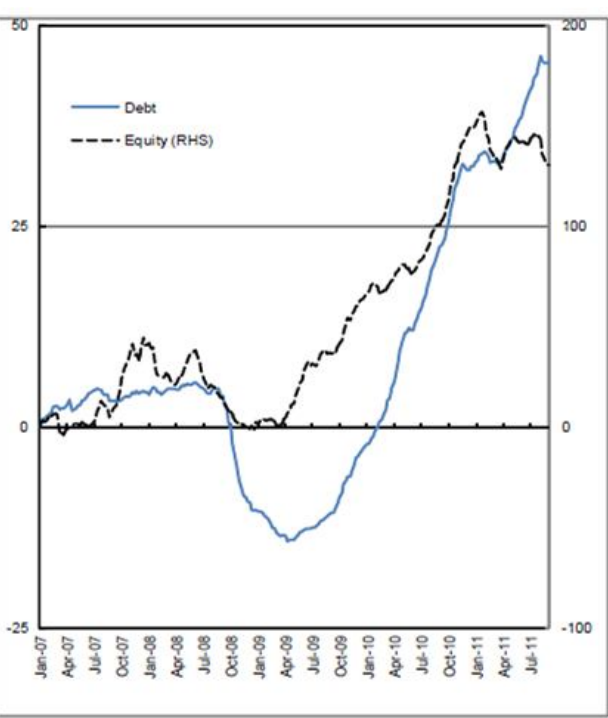


Gráfico 17 Fondos hacia M. Emergentes

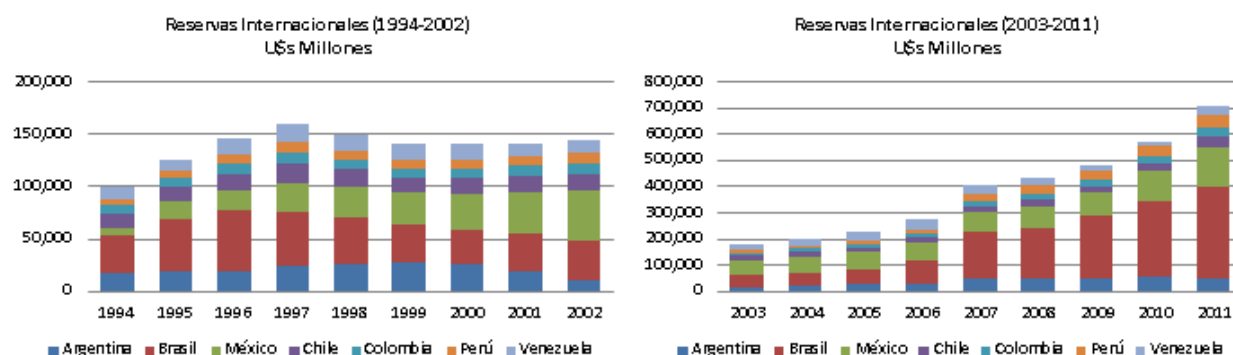


Fuente: OECD en base a Bloomberg y EPFR.⁴

La sobrevaloración cambiaria podría obedecer a unos términos de intercambio por encima del nivel de equilibrio a largo plazo o a flujos de capital en gran medida especulativos, por ejemplo a raíz de actividades «carry trade» asociadas a las bajas tasas de interés de algunas economías desarrolladas, Tovar y Quispe (2008). Dentro de los países que vieron apreciadas sus monedas se encuentran Brasil, Chile, Colombia y Costa Rica. También hay países cuyas monedas han perdido valor como Argentina y Venezuela, en parte, ello está ligado a la baja entrada de capitales y a las políticas monetarias expansivas.

⁴ Informe OECD. <http://www.oecd.org/dataoecd/18/47/49233096.pdf>

Gráficos 18 y 19



Fuente: Elaboración propia en base a datos y estimaciones del FMI, la CEPAL y organismos nacionales

Durante los últimos años las reservas internacionales de la mayoría de los países de América Latina han crecido significativamente. Llegando a duplicarse en muchos casos e incluso triplicarse como ha ocurrido en Brasil. Las reservas se componen de oro, divisas, derechos de giro que controlan los bancos centrales y las autoridades monetarias. Son activos que brindan al país capacidad para financiar sus importaciones, el pago de dividendos a inversores en el exterior, la salida de remesas, así como también sus deudas y el pago de intereses. Por tal sentido, se toman como un indicador económico que mide la solvencia del país para afrontar pagos (comercio exterior, cuenta de capitales y obligaciones de deuda) al resto del mundo. Las reservas actúan como un colchón frente a shocks externos como *sudden stops*-caídas súbitas en los flujos de capital- (Calvo, 1998) o reversión en los términos de intercambio.

En los sistemas cambiarios de flotación intervenida la posesión de reservas permite una mayor habilidad para manipular el mercado monetario lo cual puede redundar en una disminución de la volatilidad. No obstante, la tenencia de reservas también implica costos de oportunidad relacionados con la diferencia en el rendimiento de los activos de deuda de los países emisores de moneda de reserva y los rendimientos de la deuda del gobierno en el país del Banco Central. Ello justifica, en parte, la decisión del gobierno Argentino de utilizar reservas en vez de emitir títulos.

Además como explica el informe de la CEPAL y la OCDE las reservas generan importantes desafíos en materia de gestión de política monetaria. “Los bancos centrales de los países de la región se enfrentan a la disyuntiva de intervenir en el mercado sin esterilizar las inyecciones de moneda nacional, con lo que crece el riesgo de incidir en las expectativas inflacionarias del público o, alternatively, esterilizar (total o parcialmente) estas intervenciones, con el consiguiente costo cuasi-fiscal y riesgo de deterioro de su patrimonio” (CEPAL/OECD, 2012).

Recientemente las reservas sumadas a las líneas de crédito de contingencia del FMI, han sido importantes “colchones” para limitar el impacto de las crisis financieras.

II. c. Sector Bancario y Crédito

Tabla 1

América Latina	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Penetración del Crédito (P/ PBI)	23.5	25.1	28	31.2	30.7	38
Crecimiento del Crédito	25.8	23.8	36.8	-3.1	36.8	24.7
Calidad de activos (mora)	2.7	2.3	2.3	2.6	3.1	2.7
ROAE (%)	16.7	17.0	18.5	17.9	16.9	19.0

Fuente: Merrill Lynch en base a EIU

El sector bancario se ha beneficiado del entorno económico favorable y ha acompañado el crecimiento. La performance de los bancos latinoamericanos en conjunto, desde la caída de Lehman Brothers, ha sido mayor que la Americana y la Europea, incluso mayor que la de algunas economías asiáticas. Si bien la penetración del crédito es aun baja 38% frente a otras regiones (en Estados Unidos es del 229% y en Europa del 115%) se ha producido una positiva consolidación. La calidad de activos de los bancos es también mayor a las de otras economías, mostrando índices de mora relativamente bajos. El crecimiento del crédito ha sido altísimo frente a otras regiones, mientras que para América Latina en 2010 representó un incremento del 24.7% en Estados Unidos fue del 2.4% y en Europa del 1.9%. De hecho parte del incremento de la demanda interna, ha respondido a la posibilidad de sectores medios y bajos de acceder al crédito. Cabe subrayar que el segmento que más ha crecido es el relacionado al consumo (tarjetas de crédito, préstamos personales, etc.). Otro segmento que ha mostrado un gran incremento, que en algunos casos se enmarca en programas oficiales (como “Minha Casa, Minha Vida” en Brasil), es el hipotecario. Actualmente, el sector representa sólo 7% del PBI en América Latina. No obstante ha crecido a altas tasas en algunos países.

De acuerdo con informes del FMI en el caso mexicano la morosidad entre usuarios de préstamos hipotecarios aumentó en a un ritmo que multiplica por cuatro la tasa de crecimiento de los nuevos créditos otorgados por la banca para la compra de vivienda.

Tabla 2

	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	México	Perú	Centroamérica
Bancos Comerciales	64	157	25	18	41	15	25
Penetración del Crédito (P/ PBI)	15.8%	47.3%	78.7%	27.4%	16.4%	23.9%	46.9%
ROAE	24.4	10.4	19.1	16.7	13.3	24.2	12
Activos Totales (U\$s Bn)	143	2,842.8	237.5	137.5	468.8	65.9	237.5

Fuente: Merrill Lynch en base a EIU (Segundo trimestre 2011). ROAE corresponde a Diciembre de 2010

Una perspectiva económica de menor crecimiento, donde aun no se ha resuelto la crisis lleva a abogar por una mayor cautela. Si bien los índices de créditos y endeudamiento se encuentran dentro de parámetros saludables, un enfriamiento abrupto de las economías podría comprometer la capacidad de pago de los hogares.

Otra tendencia interesante que ha surgido luego de la crisis financiera es la emergencia de la banca regional como actores clave del mercado de préstamos. Los bancos latinoamericanos se han beneficiado del financiamiento local barato vía depósitos en cajas de ahorro. De acuerdo con Citigroup “la mayoría de estos bancos aislados de la crisis financiera global, continúan beneficiándose de tendencias específicas en sus países con las mejoras en las regulaciones y el

monitoreo, alto crecimiento económico, baja inflación y tasas de interés, profundización en la penetración del crédito, amplios márgenes en los préstamos y provisiones estables”⁵. En parte la expansión regional se liga a la disminución en la actividad por parte de la banca europea, y por ende a un progresivo remplazo. Algunos de los bancos que mas han manifestado el crecimiento en su cartera de préstamos son Itaú, Banco do Brasil, Bancolombia, Banco Estado, BCP. Dentro de los bancos europeos que se han retraído se encuentran Unicredit, Societe Generale, BNP Paribas, Credit Agricole.

El efecto contagio de la crisis europea ha sido limitado principalmente por tres factores: 1) el fondeo local que poseen los bancos (incluso los extranjeros se fondean principalmente con depósitos locales); 2) alto nivel de capitalización y capacidad de remplazo de la banca internacional por grandes bancos locales; 3) sistemas de supervisión bancaria robustos.⁶

⁵ Citi. Capital Markets update. 2011. Pág. 34

⁶ Para mayor información ver IIF. Latin America Regional Review 2012. Pág. 6

II. d. Perspectiva Macroeconómica: Balance

Como se manifiesta en la información antes expuesta una conjunción de factores exógenos ligados con un entorno benevolente (mayor liquidez, reducción de primas de riesgo, incremento en el precio de los commodities y consecuente mejora en los términos de intercambio) y endógenos relacionados a la mejora en políticas domésticas ha posicionado mejor a América Latina ante situaciones de crisis. Países como Brasil, Chile y Perú han establecido leyes concretas de responsabilidad fiscal, y prácticamente toda la región ha mejorado sus ratios de solvencia y acumulación de reservas. De ser estos cambios reales y profundos en Latinoamérica deberían permitir suavizar los ciclos económicos. Esto último es crucial para que las poblaciones más vulnerables no pierdan dramáticamente su poder adquisitivo durante las crisis, como ha sucedido históricamente en la región.

Sin embargo, se han producido cambios a nivel internacional y regional, que han transformado el panorama y generan nuevos desafíos de políticas económicas. En principio, se manifiesta la necesidad de continuar con un crecimiento económico inclusivo enmarcado en una situación externa menos favorable debido a los altos grados de incertidumbre que impactan negativamente en los mercados y reducen las fuentes de fondeo. Asimismo, para que el crecimiento logrado se mantenga en el tiempo es menester generar un balance que disminuya potenciales recalentamientos con peligro inflacionario y propender a políticas que tiendan a la estabilidad sin socavar el crecimiento.

Las necesidades de inversión en la región aun son acuciantes principalmente en materia de transporte, energía, comunicaciones, desarrollo de nuevas tecnologías y producción. En este sentido, es esencial promover la inversión nacional e internacional en la región. Para ello, es fundamental contar con reglas de juego claras y bien establecidas, que otorguen previsibilidad en los flujos de los proyectos a realizarse generando confianza para inversiones sustantivas de largo plazo.

Es importante notar que los diferenciales en las tasas de interés entre la región y las economías desarrolladas han alentado la entrada de capitales. No obstante, para obtener beneficios reales de tales flujos de dinero es cabal diseñar políticas que hagan atractiva la utilización de los capitales en proyectos de inversión de medio y largo plazo. De otro modo, estos capitales que hoy llegan a América Latina tendrán un carácter meramente especulativo y sin lugar a dudas un comportamiento pro-cíclico, y huirán rápidamente ante una baja en el ciclo económico. El manejo prudente de la entrada de capitales es fundamental para evitar un exceso en la volatilidad cambiaria y un incremento en la vulnerabilidad externa ante *shocks*. Con ello, los países que puedan otorgar no sólo retornos sustantivos, sino principalmente propiciar un escenario de estabilidad y previsibilidad que incentive la inversión real serán los principales beneficiarios de los contextos donde abunde la liquidez internacional.

Si bien la región en su conjunto ha tenido una muy buena performance en los distintos indicadores, es importante subrayar que, como muestran las cifras, los fundamentos económicos no son tan fuertes como los presentes previos a la crisis. Ello en materia del creciente déficit por cuenta corriente, la lenta recuperación del superávit primario, potenciales incrementos inflacionarios, dependencia aguda sobre el precio de los commodities, necesidad de inversión y desarrollo de nuevas tecnologías, y el carácter potencialmente pro-cíclico de los capitales que han ingresado en la región.

Aquellos factores que pueden afectar negativamente la estabilidad y el crecimiento...

-Una caída en la demanda asiática, principalmente de commodities por parte de China, que repercute en una baja en los precios de los bienes exportables, y por lo tanto redunde en términos de intercambio menos favorables.

-La incertidumbre sobre el panorama fiscal Americano, y el efecto que la crisis ha tenido en los mercados inmobiliarios y de trabajo, que muy lentamente logran recuperarse.

-La incertidumbre sobre el manejo fiscal europeo y su interrelación con el sistema financiero y bancario. La lentitud en los procesos de toma de decisiones y la falta de acuerdo entre los países de la Unión Europea. El viejo continente aun no ha podido dar una respuesta concreta a la restructuración de la deuda griega y al plan de ajuste fiscal, y menos todavía concretar medidas fiscales creíbles que posean apoyo interno.

-Procesos inflacionarios en algunos países de la región que manifiestan el recalentamiento de la economía. Incluso se espera que ello redunde en medidas fiscales, como la reducción del gasto, o monetarias, como el alza en las tasas. Esta situación pone de manifiesto la necesidad de establecer un sano balance entre el crecimiento y la estabilidad necesaria para que el mismo perdure en el largo plazo.

-La apreciación cambiaria de algunos países puede estar ligada a la entrada de capitales especulativos y actividades de “carry trade”. Ello los hace altamente procíclicos y potencialmente desestabilizadores.

-Una merma de la seguridad jurídica y cambios abruptos en las reglas de juego referidas a la inversión. Las instituciones democráticas de los países de la región deben brindar el marco necesario para proteger tanto los intereses nacionales como el establecimiento de pautas jurídicas capaces de promover la inversión. En la mayoría de los casos los inversores no especulativos se interesan no solo en los altos retornos de corto plazo sino en tener previsibilidad para sus negocios e inversiones en el medio y largo plazo.

-Prolongada merma del superávit en la cuenta corriente. Durante los últimos años de gran crecimiento varios países de la región experimentaron superávits gemelos: fiscal y externo. No obstante, este último se ha deteriorado hasta convertirse hoy en déficit para prácticamente todas las economías latinoamericanas. Como se anticipó, este hecho actualmente no resulta preocupante a causa de la gran entrada de capitales que recibe la región, pero ante la volatilidad en los flujos de capital es un factor que no debe dejar de observarse.

-Presión sobre el sistema bancario. El crédito ha sido una de los principales motores del crecimiento de la demanda interna. Sin embargo, ante menores perspectivas de crecimiento es fundamental observar esta actividad con atención, en particular los índices de mora, y propender a la credibilidad de las instituciones para no afectar la base de depósitos que ha permitido la estabilidad de la banca.

-Problemas en la matriz energética de los países que no permita sostener el crecimiento de la producción.

-La falta de inversión y el retraso tecnológico.

-Altos grados de corrupción y deterioro de las instituciones democráticas.

-Presión sobre los mercados laborales. En América Latina la pérdida de trabajos puede derivar rápidamente en un alto grado de conflicto social con capacidad de desestabilizar a los gobiernos.

-Pese a las mejoras, la región posee aun altos grados de pobreza y desigualdad. En los países donde existe falta de nutrición y hambre (sobretudo en el primer año de vida), la capacidad cerebral y desarrollo físico será deficientes.

Aquellos factores que pueden tener un impacto positivo para preservar un crecimiento estable...

-El crecimiento pujante de las economías asiáticas, en particular el crecimiento alto y sostenido de China. Este grupo de países posee un rol fundamental en la demanda de alimentos y otros commodities.

-El manejo económico macroprudencial sostenido en el tiempo. Ello incluye control de la inflación, control fiscal y control en la entrada de capitales de corto plazo.

-El vasto desarrollo de los mercados internos de la región. La bonanza económica y la dinámica que se observa en los mercados laborales latinoamericanos promovieron la ampliación de los mercados internos. Personas que antes no podían acceder a ciertos bienes hoy tienen la posibilidad de hacerlo incrementando en número de consumidores y así la demanda local.

-Fomento de la credibilidad externa que redunde en mejores calificaciones crediticias y abaratamiento del costo de fondeo.

-Reglas de juego claras y transparentes, que denoten el respeto por la ley y protejan a los inversionistas, así como también sean capaces de brindar previsibilidad en el medio y el largo plazo.

-Expansión de mecanismos de fondeo doméstico, en moneda local y nuevos instrumentos de financiación. En muchos casos esto se liga a que los inversores de la región tienen mayor confianza en el crecimiento de sus economías y las acompañan vía inversiones. Esta idiosincrasia se observa particularmente en el empresariado brasileño. Dentro de esta expansión también se observa un profundo crecimiento del crédito interno en conjunción con mecanismos que otorgan facilidades de pago, promociones y descuentos. Esto último ha provocado un gran incremento del negocio bancario en el segmento de créditos personales.

-Utilización productiva del fondeo. Ya sea que los gobiernos y el sector privado se fondeen en el mercado interno o externo es de vital importancia que el endeudamiento tenga por finalidad el desarrollo de nuevas tecnologías, el incremento de la producción, el desarrollo de nuevas plantas de producción generadoras de empleo, la ampliación de la capacidad instalada, el incremento y mejora en la infraestructura y las comunicaciones, el desarrollo de mecanismos para una mejor y mas sostenible explotación de los recursos energéticos. Ni las empresas ni los gobiernos deberían incurrir en gran endeudamiento simplemente para financiar sus gastos corrientes y necesidades de corto plazo. Es fundamental que el fondeo tenga como una de sus finalidades principales la inversión.

-Mejor explotación de las relaciones comerciales y financieras a nivel de bloque.

-Concretar la ampliación conjunta de la matriz energética regional. Intercambiar experiencias, *know how* y tecnologías.

-Estabilidad del sector bancario que redunde en mayor credibilidad y confianza, aumentando la bancarización y el incremento en la base de depósitos.

-Incorporación gradual y progresiva de sectores marginales y vulnerables al sector productivo. Mejorar el acceso a oportunidades y principalmente al empleo es fundamental para ampliar los mercados domésticos, tanto para la oferta como la demanda de productos.

III. Mercado de Deuda Latinoamericana: evolución reciente

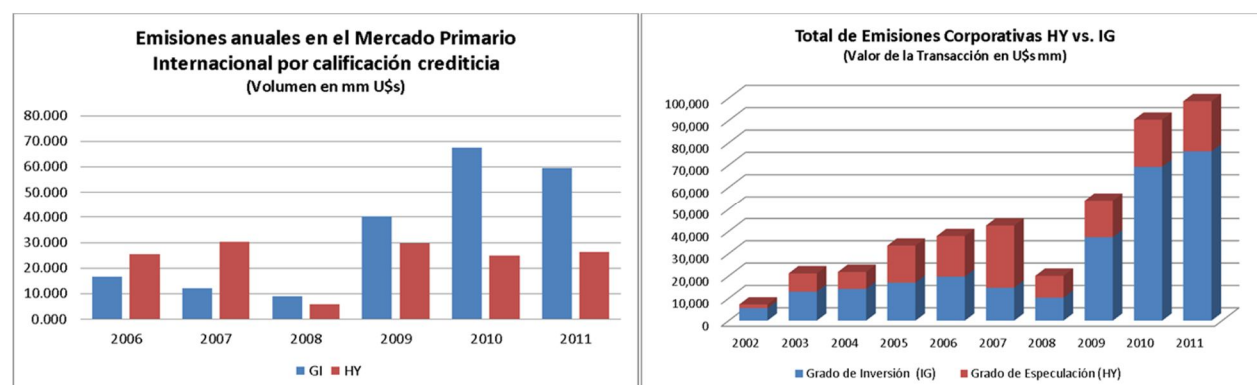
Años atrás el mercado de deuda latinoamericano se caracterizaba principalmente por emisiones soberanas denominadas en dólares que se vendían a inversores no especializados en mercados emergentes. Por las características deficitarias de los gobiernos el segmento más relevante de los mercados de capital latinoamericanos era el de deuda pública. Generalmente, estas emisiones sometidas a los vaivenes de las economías y administraciones poco estables terminaban convirtiéndose en un peso enorme para los ciudadanos. Ante situaciones de crisis global o regional inmediatamente se producía una merma en la capacidad de pagos. Ejemplos de lo anterior son la crisis de la deuda hacia fines de los 80' y la consecuente implementación del Plan Brady; y casos concretos como los defaults de Ecuador y Argentina. También en la década de los 90' eventos similares—como el efecto Tequila— se daban en contextos de “*sudden stops*” (Calvo, 1998) en donde el pánico de los mercados producía un brusco recorte en la liquidez, una baja en la valuación de los bonos, las primas de riesgo llegaban a duplicarse en un lapso de seis a doce meses y el efecto de “contagio” regional era rápido e iba mas allá de los fundamentos económicos específicos de cada país.

A partir de 2002-2003 se observa un claro cambio macroeconómico a nivel global, dado esencialmente por la recuperación de la región asiática que impulsa el crecimiento mundial y la demanda de commodities. A ello se le suma un contexto financiero optimista caracterizado por un aumento de la liquidez que resurge luego de la caída provocada por los sucesos ocurridos en 9-11 y la previa explosión de la burbuja financiera creada en torno de las compañías tecnológicas (.com). Es en este marco que la región demuestra una profunda corrección en variables ligadas a sus fundamentos económicos. Aprendiendo de las crisis anteriores los países latinoamericanos en conjunto comienzan a aumentar sus indicadores de solvencia, se busca reducir la exposición a desbalances externos, se crean instrumentos para el manejo de crisis como son los fondos anticíclicos implementados primeramente en Chile. Por sobre todas las cosas los gobiernos son capaces de acumular reservas lo que los prepara mejor ante potenciales situaciones de dificultad. Se establece en varios países como metas: un crecimiento inclusivo y más estable, con la implementación de herramientas de control de la inflación.

Estos cambios se han trasladado al mercado con una transformación cabal de la percepción regional pero también individual de los países latinoamericanos. La consecuencia más importante de ello se traduce en las calificaciones que las agencias crediticias han otorgado progresivamente. En la región que otrora atraía principalmente a inversores especuladores que buscaban ganancias de corto plazo, comienzan a aparecer países catalogados como “grado de inversión”. Pocas veces se pone atención a la importancia que este cambio significa para el desarrollo de los mercados financieros de la región y la captación de una base de inversores más estable. Luego de mejorar sus regulaciones, asegurar su estabilidad fiscal y mantener un crecimiento con niveles de inflación sanos países como Chile, México, Perú, Brasil, Panamá y Colombia han obtenido la calificación de grado de inversión, lo que significa un mayor acceso al crédito a tasas significativamente más bajas. Otro país que se encamina hacia ese reconocimiento es Uruguay. Es evidente, que el interés de los inversores en la región ha crecido así como la información requerida sobre cada país. Es muy importante considerar sobre esta base que tanto las calificadoras como los inversionistas que se apoyan en la información recaudada por estas distinguen a aquellos países que, a su entender, han sabido diseñar un marco económico, jurídico y político que permite aprovechar más intensamente los beneficios del contexto de bonanza económica y estar mas preparados para paliar los efectos de una crisis. Naturalmente esto permite a

las compañías dentro de tales países beneficiarse de un mejor acceso al mercado. La consecuencia inmediata es que las corporaciones latinoamericanas que poseen la calificación de grado de inversión reciben más del triple de capital vía emisiones de bonos que las que poseen una calificación de grado de especulación.

Gráficos 20 y 21



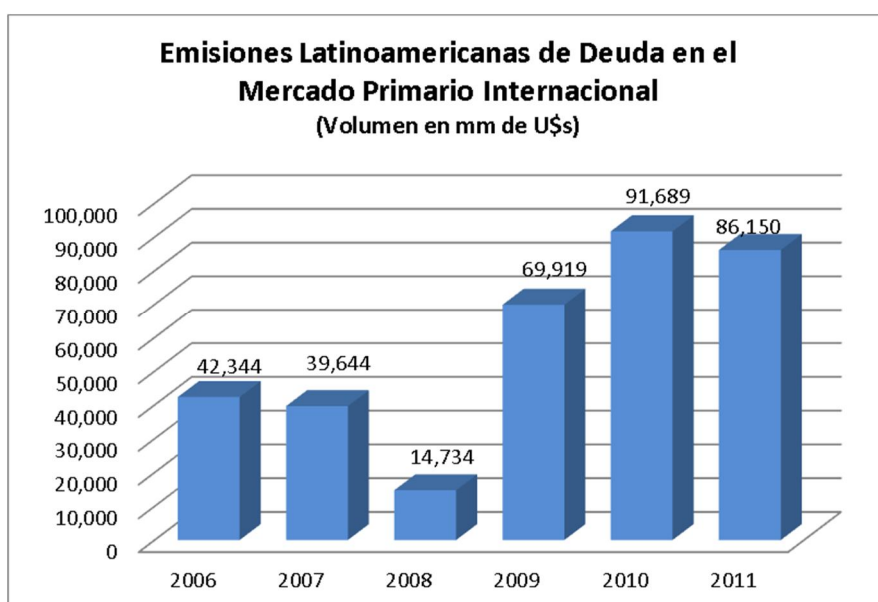
Fuente: Gráfico 20 Merrill Lynch, base de datos interna. Contiene volúmenes totales del mercado primario internacional. Gráfico 21, elaboración propia en base a Dealogic (emisiones totales latinoamericanas)

Esto muestra que si bien las emisiones totales desde la región han crecido notablemente desde la crisis financiera, es más fácil para las compañías que poseen mejor rating crediticio acceder a financiamiento.

La tendencia también denota una preferencia de los inversores por títulos, ya sean soberanos o corporativos, de mayor calidad crediticia. Esta actitud es lógica en función de la situación de colapso financiero 2008-2009, donde claramente se produce una reversión en la tendencia. Previo a la crisis encontraban mayor demanda las inversiones especulativas (Gráfico 20). Sin desmedro de lo anterior es importante resaltar que en 2008 se otorgó la calificación de grado de inversión a Brasil, el principal emisor de la región lo que aumenta significativamente la oferta de títulos con calificación BBB- en Latinoamérica.

En los últimos años las emisiones han sido record (Gráfico 22) y por primera vez se han realizado en un contexto que permite una financiación con intereses más bajos. Pese al incremento en volumen, el número de transacciones continúa siendo bajo en relación a otras regiones. Ello se vincula con la capacidad de emisión que tienen aquellas compañías o gobiernos con una presencia estable en los mercados. Esto significa, que los inversores recurrentes y más grandes tienen un mayor acceso al mercado que los primeros emisores y los emisores más pequeños. También ocurre que como los inversores buscan activos con liquidez, los bancos de inversión sugieren emisiones no menores a U\$s200-U\$s300 millones de dólares, y muchas compañías latinoamericanas no tienen capacidad de emitir esas cantidades.

Gráfico 22



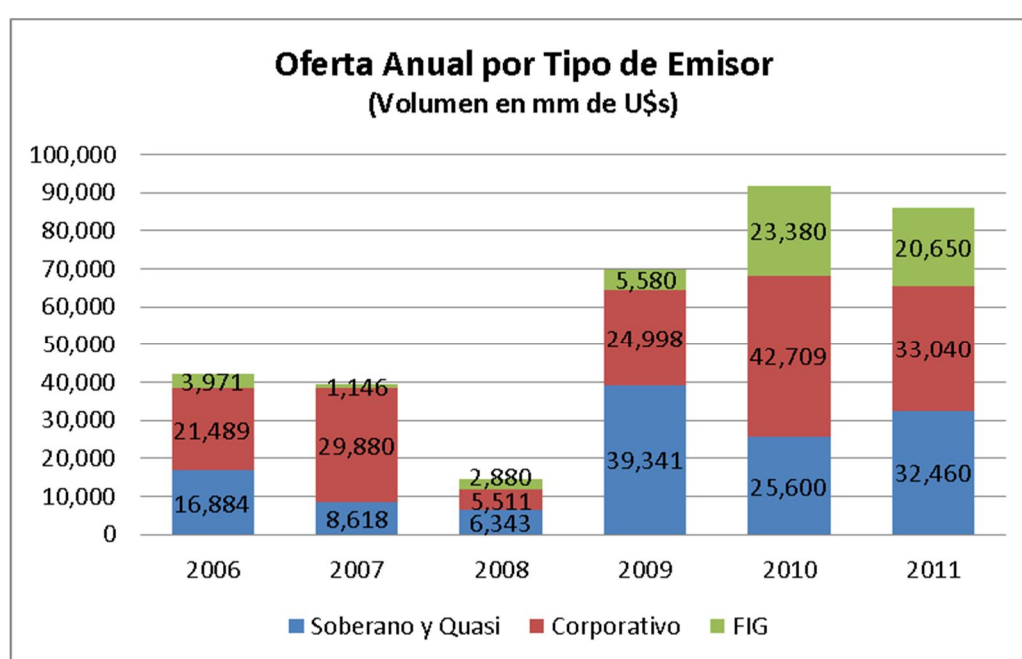
Fuente: BAML Base de datos interna (16/04/2012) en Capital Markets Review.

En este sentido se plantea el desafío de abrir y equiparar el campo de juego entre las grandes y bien establecidas compañías, capaces de realizar emisiones recurrentes, y las medianas empresas que no poseen la experiencia para participar del mercado y por lo tanto tienen un acceso muy limitado al mismo. Algunas de las cuestiones que más podrían ayudar a pequeñas y medianas empresas que busquen fondeo externo son: 1) Transparencia en la información y el manejo de sus cuentas, tener un adecuado y reconocido sistema de auditoria interna y externa. Brindar la mayor cantidad de información posible para que los inversores puedan interiorizarse con sus operaciones y fuentes de ingreso; 2) Demostrar al mercado que poseen mecanismos eficaces y creíbles de gestión de riesgo, esto es particularmente importante en las emisiones de entidades financieras. Ello no sólo implica datos solidos de liquidez o solvencia, sino también los planes que poseen las compañías ante una eventual situación de crisis; 3) Contar con el apoyo de gobiernos, multilaterales o bancos para emitir bonos con garantías parciales de crédito. Este respaldo puede indicar un mejor acceso al brindar más seguridad a los inversores; 4) En la misma línea que el punto anterior, buscar nuevas estructuras con capacidad de “securitizar” flujos que sirvan como respaldo. Un caso de estudio interesante, aunque fuera del segmento de empresas pequeñas y medianas, es la emisión securitizada realizada por Aeropuertos Argentina 2000. Esta se llevó a cabo en 2010 con una emisión de U\$s300 millones y se denominada *senior secured* ya que securitiza los flujos que la compañía recibe en dólares como reaseguro para los inversores. Casos similares se observan en las emisiones provinciales que respaldan sus emisiones con regalías petroleras. Luego de la crisis de 2001 y el consecuente default de su deuda la Argentina se vio privada del acceso al mercado, no obstante con el correr del tiempo las empresas y organismos públicos han ingeniado estas nuevas formas de acceso. Si bien se han podido desarrollar nuevos instrumentos la situación pone de manifiesto el esfuerzo que deben hacer aquellos que necesitan del fondeo cuando se encuentran en países que aun no poseen la calificación de grado de inversión.

Otro cambio notable que ha ocurrido en los mercados de deuda es el progresivo desplazamiento de la deuda soberana por la corporativa (exceptuando 2009 cuando los soberanos y quasi soberanos emitieron deuda para paliar la crisis). La prudencia en materia fiscal y la acumulación de reservas

permitida por el aumento en los precios de los commodities, ha provocado que la participación de soberanos latinoamericanos en emisiones internacionales de deuda disminuya. Por el contrario, las compañías han llenado este vacío llevando a cabo emisiones record. Las industrias son variadas: minería, telecomunicaciones, petroquímicas, agroindustriales, entidades financieras. Entre los principales emisores se encuentran compañías de origen latinoamericano con presencia global como CVRD, Cemex, Pemex, Banco Votorantim, Telmex, America Movil, Petrobras, PDVSA, CODELCO, Bradesco. Tanto en 2010 como en 2011 se observa también un incremento en las emisiones de entidades financieras en la región. Si bien algunas son filiales de matrices extranjeras, como HSBC o Santander, otras como Bradesco, Itaú, Bancolombia son locales y cuentan con un buen acceso al mercado. Pese a lo anterior es relevante acentuar el constante desafío que implica en América Latina mejorar el acceso del sector corporativo los mercados tanto internacionales como locales.

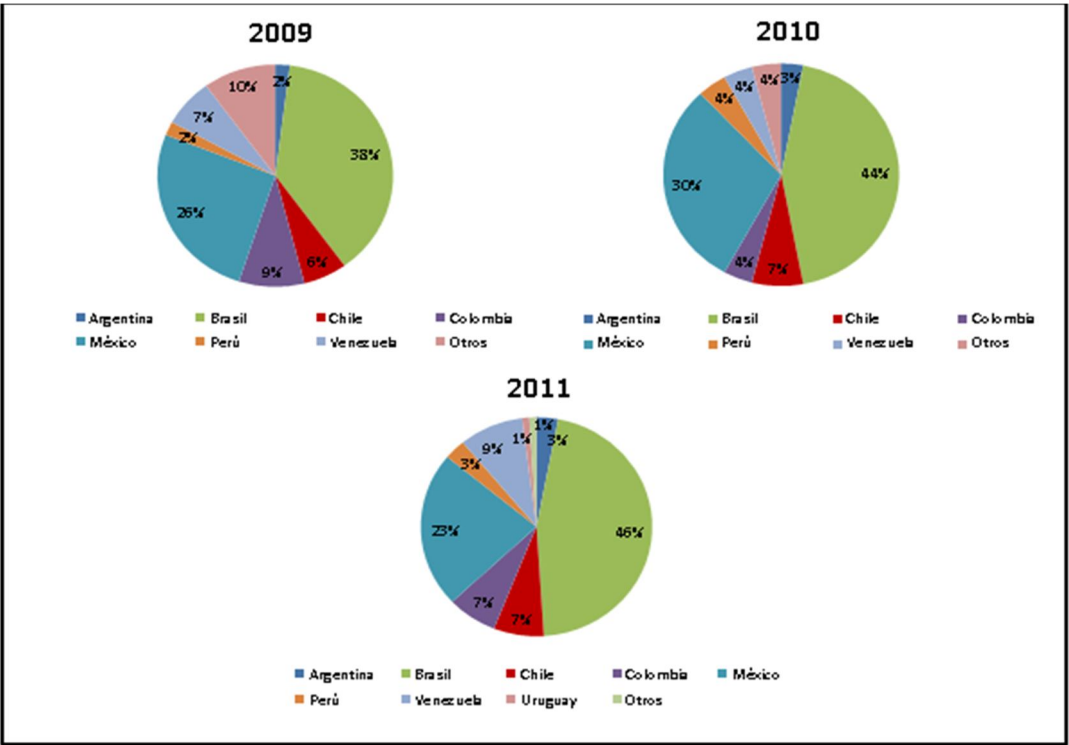
Gráfico 23



Fuente: BAML base de datos interna (16/04/2012) en *Capital Markets Review*

Las emisiones por país claramente manifiestan la diferencia en el tamaño de mercado, siendo las de Brasil y México mucho mayores al del resto de las economías de la región (Gráfico 24). Prácticamente el 70% de las emisiones de los últimos años han tenido lugar en estos dos países.

Gráfico 24

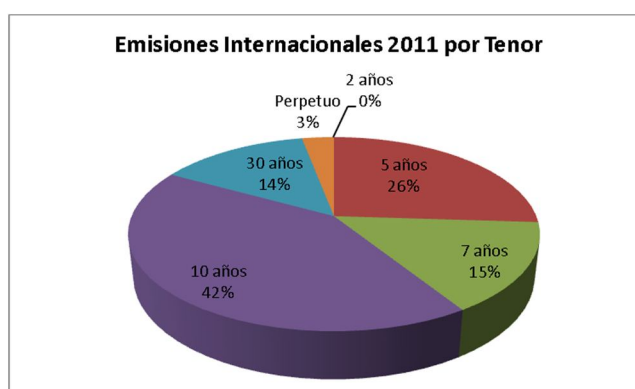


Fuente: Citibank, Merrill Lynch y HSBC

Tanto en los mercados grandes como en los medios se espera que el aumento en la demanda interna haga que las compañías locales sigan buscando expandirse, financiar su CAPEX (inversión en capital), adquisiciones y también refinanciarse. Lo que implica que intentarán buscar fondos tanto en los mercados locales como globales. Respecto de la preferencia en el fondeo cabe destacar que si bien el tenor se esta extendiendo en el mercado local, en general son los mercados globales los que proveen de una financiación “fácil” a largo plazo y gozan de una liquidez mayor. En los mercados locales “gran parte de estos títulos (bonos corporativos) no se negocian por mucho tiempo y la ausencia de cotizaciones corrientes impide su tenencia prolongada por parte de inversionistas institucionales, cuya presencia es esencial para una valoración periódica, lo cual a su vez limita su liquidez.”⁷

⁷ Sudarat Ananchotikul y Barry Eichengreen. “El engranaje de los mercados de capitales latinoamericanos. BIS Papers N° 36. Pg. 111. 2007

Gráfico 25



Fuente: Merrill Lynch

La base de inversores en estos mercados se ha ampliado y diversificado. Incluyendo no sólo fondos de inversión especializados sino también fondos de pensión, venta por menor a privados (retail). Esta diversificación además ha sido geográfica ya que la demanda incluye un incremento en el número de inversionistas de origen asiático. Ha crecido también la sofisticación de algunos inversores que se instruyen más sobre la región y han demostrado apetito por bonos en moneda local, o instrumentos más novedosos como bonos ligados al crecimiento o a la inflación (muy típicos en América Latina). El atractivo de estos mercados para inversores internacionales también es congruente con el hecho de que existe una baja correlación respecto de los mercados avanzados, convirtiéndose así en una interesante fuente de diversificación de riesgo de portafolio.

Los datos aquí expuestos demuestran un gran crecimiento en los mercados de capital y en especial en el segmento de deuda. No obstante, el tamaño en relación a otras regiones del globo sigue siendo pequeño. No sólo en comparación con los países de economías avanzadas en Europa o América del Norte, sino también respecto de economías emergentes en Asia. Ananchotikul y Echengreen (2007) caracterizan algunas deficiencias por las cuales los mercados latinoamericanos tardaron en desarrollarse. A saber, la región tiene una historia ligada a la inestabilidad macroeconómica, como se observa en los históricos déficits fiscales, niveles de inflación y volatilidad. En segundo lugar existen límites en la infraestructura en la que se asientan los mercados financieros, lo que denominan <<engranaje>>. Esto se refiere a los derechos de los inversionistas y acreedores, los dificultosos procedimientos judiciales para que estos recuperen su capital, cobren intereses o ejecuten garantías. Un tercer problema radica en el subdesarrollo de los sistemas de compensación y liquidación, donde pareciera que sólo México, Brasil y Argentina han logrado avances. Finalmente, resaltan el escaso desarrollo de las plataformas de negociación y que los datos de las transacciones suelen ser limitados.

En conclusión, se ha producido un gran avance en el crecimiento de los mercados de capital latinoamericanos y en particular el de deuda. Se han mitigado algunos de los factores que retrasan el crecimiento y la estabilidad macroeconómica y política de la región han servido para atraer nuevos inversores. Pero también existen limitantes para su progreso sobre los que avanzar ligados a la credibilidad de los países, la seguridad que se brinda a los inversores en sus transacciones, la transparencia e información disponible. En parte, los países que obtienen calificaciones de grado de inversión demuestran a los potenciales inversores que están avanzando respecto de sus limitaciones y por ende serán capaces de captar un fondeo mayor y más estable, no solo para sus gobiernos sino principalmente para las empresas que operan en ellos.

IV. Mercados de Deuda Domésticos y Emisiones Globales en Moneda Local: Fundamentos del Desarrollo

Resulta interesante la curiosidad que en los últimos años ha despertado el desarrollo de los mercados de deuda domésticos de América Latina así como también la posibilidad que han tenido algunos de los países para emitir bonos globales en moneda local. Principalmente, llama la atención por el histórico retraso de la región en relación al resto del globo en esta materia. En el pasado diversos factores convergieron negativamente impidiendo el desarrollo de estos mercados. Jeanneau y Tovar (2008) enumeran: 1) la deficiente gestión macroeconómica relacionada a déficits fiscales y altas expectativas de inflación, lo cual desalienta el crédito de largo plazo; 2) la ausencia de una base inversora amplia y diversificada; 3) ineficiencias que han encarecido la emisión local (como largos procedimientos de registro y los mecanismos de suscripción poco competitivos); 4) diversas políticas o restricciones de carácter regulador que han impedido el desarrollo de liquidez, y finalmente; 5) en muchos países ha faltado la infraestructura necesaria para el desarrollo de los títulos del sector privado. En la misma línea Borensztein, Eichengreen y Panizza (2006) argumentan que en muchos casos los gobiernos han preferido tomar prestado en moneda extranjera por el gran costo de tomar prestado en moneda local. Las expectativas de inflación creciente en conjunción con débiles derechos de los acreedores (una combinación del débil cumplimiento de los contratos y la presencia de expectativas de control de capitales) generalmente han resultado en una mayor prima de riesgo para la deuda denominada en moneda local.

En la actualidad se han podido mitigar algunos de estos factores, lo que ha permitido un crecimiento significativo de los mercados locales. Desde una perspectiva macroeconómica se han discutido en este escrito distintas políticas que constituyen factores endógenos de mejora. Si bien la estabilidad macroeconómica no representa necesariamente un fin en sí mismo, es sin lugar a dudas un medio para atraer inversiones que promuevan el crecimiento y el desarrollo. Indudablemente, un escenario estable reduce la incertidumbre de los inversionistas y aumenta la confianza, lo que facilita a su vez una reducción en los costos de capital. En este sentido, el mejoramiento en el manejo fiscal, el control de la inflación y la consecuente baja en la volatilidad en las tasas de interés repercutieron positivamente en el desarrollo de los mercados domésticos así como también en las emisiones en moneda local.

En relación al progreso en los indicadores de solvencia es importante recalcar que varios países han creado un marco jurídico concreto para que este cambio sea sostenido en el tiempo. Brasil adoptó en el año 2000 una Ley de Responsabilidad Fiscal, la Argentina hizo lo mismo en 1999, 2001 y en 2004, Chile puso en funcionamiento su regla fiscal en el 2001, Perú implementó la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal en el 2000. Colombia recientemente comenzó a implementar su ley fiscal. Incluso economías pequeñas como la de Trinidad y Tobago han promovido esta tendencia. Caso contrario ha sido el de Ecuador que en 2008 eliminó la Ley de Responsabilidad y Transparencia Fiscal así como los Fondos del Petróleo.

Respecto de la estabilidad de precios varias de las principales economías latinoamericanas han implementado esquemas formales de metas de inflación. Chile, Brasil, México, Colombia y Perú ya las utilizan y otros países parece seguirán la misma tendencia. Las metas de estabilidad no han confrontado con otros objetivos de desarrollo como el crecimiento económico. Al contrario, han brindado un marco para que el mismo sea más estable. No es extraño que sean estos países los que mayor inversión reciben.

Otro cambio que ha fomentado tangiblemente el desarrollo de los mercados locales y las emisiones en moneda local, es la voluntad de los gobiernos de reducir su exposición a shocks externos. Históricamente, la deuda externa en dólares ha sido difícil de manejar en épocas de crisis incluso derivando en episodios de default. Por consiguiente, los gobiernos han preferido girar hacia la financiación local de los déficits fiscales, y han propiciado un estiramiento en los vencimientos así como un aumento en la liquidez. Es importante notar también que dados los mejores fundamentos macroeconómicos las monedas de varios países se han fortalecido lo que incentiva también a las emisiones en moneda local.

Con todo, las reformas en los marcos de políticas macroeconómicas han permitido en parte disminuir el acople y dependencia con respecto a las economías desarrolladas. Esta estabilización interna de los ciclos económicos convierte a América Latina en una fuente de diversificación atractiva a los fondos de pensión, principalmente norteamericanos. Así, como se explicó en el apartado anterior, la disminución en la correlación de rendimientos hace atractiva la inversión en la región para un conjunto de actores internacionales.

Las modificaciones introducidas en diversos países con el propósito de mejorar y fortalecer los sistemas financieros y bancarios han producido también importantes avances. Se ha tendido a mejorar la supervisión financiera con vistas a optimizar el manejo y la gestión de riesgos, preservar la estabilidad y solvencia del sector, promover la transparencia con políticas de gobierno corporativo, protección de usuarios de servicios financieros y políticas anti-lavado de dinero. En este sentido es muy importante la gradual incorporación de los principios establecidos en Basilea III (nuevo marco de regulación internacional para bancos) en relación a la adecuación en los ratios de capital y reservas de liquidez. Es de gran relevancia concientizar a las instituciones financieras de la región sobre la importancia de la gestión integral de riesgos y dotar a las autoridades, sean estas superintendencias de entidades financieras y bancarias (México, Chile, Perú, Colombia) como bancos centrales (Brasil, Argentina), de mecanismos efectivos de control y regulación de la actividad.

Asimismo, ha tenido lugar un perfeccionamiento en materia de auditoría interna y externa y de modalidad de reporte. Tanto el sector financiero como el corporativo deberán presentar estados financieros con la modalidad IFRS (*International Financial Reporting Standards*), ello ayuda a una mejor estandarización y control de las diversas actividades. Asimismo, es funcional a una mejor interpretación de los estados contables brindando mayor credibilidad a las compañías que adoptan este régimen.

Como explican Jeanneau y Tovar (2008) a escala microeconómica, la reforma de la inversión institucional ha fomentado la demanda de deuda a largo plazo. En varios países es más fácil para los fondos de inversión invertir en el sector privado a mayor plazo que en el pasado. Los activos manejados por los fondos de pensión han crecido velozmente. Estas instituciones son hoy la clave del desarrollo de los mercados locales siendo una de las principales fuentes de inversión. En América Latina coexisten sistemas de pensión mixtos, privados, y estatales. El sistema de pensiones más evolucionado de la región es el chileno, y cuenta con más años de desarrollo que los demás. En términos relativos Chile es el país que más activos en reserva pudo acumular a través de sus fondos de pensión (Administradoras de Fondos de Pensión) que hoy representan el 67% de su producto bruto interno. El sistema chileno fue modelo para varios países de la región que posteriormente adoptaron mecanismos similares. Luego (en función de la cantidad de activos sobre el PBI) se encuentra el sistema peruano (ver Gráfico 26) que ha crecido en los últimos 5 años, en este sistema los contribuyentes pueden elegir entre realizar aportes a un fondo colectivo/ de reparto (ONP) o a

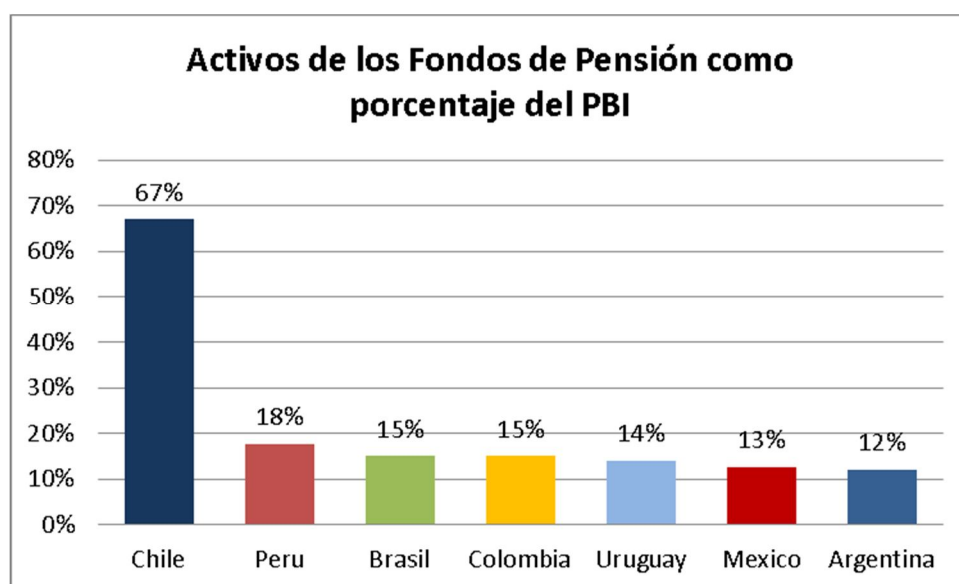
cuentas de capitalización individuales (AFP). El caso colombiano es similar dividiéndose en Fondos Privados y el Instituto de Seguridad Social (ISS). En el sistema Brasileiro “consiste en un sistema universal público y obligatorio y dos planes complementarios privados y voluntarios: un plan cerrado, compuesto por individuos ligados a empresas, sindicatos o asociaciones profesionales y gestionado por organizaciones sin ánimo de lucro, y un plan abierto, gestionado por instituciones con fines de lucro (sobre todo bancos y aseguradoras) que está abierto a cualquier individuo. El sistema universal obligatorio funciona como un mecanismo de “reparto” en el que las aportaciones de los trabajadores activos se utilizan para pagar las prestaciones de los trabajadores jubilados.”⁸ En 2010 el sistema universal arrojó un déficit del 1,1% del PBI. En el caso de Argentina en 2008 se re-estatizó el sistema de pensiones y lo mismo ocurrió en Bolivia en 2010. En México existe un sistema obligatorio para todos los trabajadores que se desempeñan en el sector privado afiliados al Instituto Mexicano del Seguro Social (IMSS) y la participación es voluntaria para el resto de los trabajadores del país. También existen planes pensionarios adicionales para los empleados del sector público. “La administración del sistema de capitalización esta a cargo de empresas privadas, denominadas Administradoras de Fondos para el retiro (AFORES) que tienen como objeto exclusivo administrar los recursos destinados a las pensiones y las sociedades de inversión especializadas de fondos para el retiro (SIEFORES) que invierten esos recursos en instrumentos del mercado financiero”.⁹

En prácticamente todos los casos la rentabilidad lograda por los Fondos de Pensión no es suficiente para soportar el envejecimiento poblacional futuro y en varios casos, incluso, es deficitario en el presente. Profundizar la reforma en relación a la capacidad inversora de estos fondos es esencial, no solo para la ampliación del mercado local de bonos sino también para la viabilidad futura de los mismos. El grueso de las inversiones financieras que realizan los fondos de pensión es en títulos públicos (nacionales y extranjeros), con niveles de rentabilidad bajos. Dado el mayor riesgo que representa el mercado accionario, es crucial ampliar la capacidad de inversión en bonos corporativos locales. Los bonos de las empresas locales privadas tienden a ofrecer mejores retornos que el segmento de bonos gubernamentales, y a su vez representan menores riesgos para los pensionados que invertir en acciones. A fin de que los fondos de pensión puedan aumentar su presencia en el sector corporativo es fundamental contar con métodos transparentes de calificación crediticia, mejorar la asesoría sobre el mercado con el que cuentan las empresas y facilitar los procesos de emisión. El aumento de la demanda por parte de los fondos de pensión brindará a las empresas la posibilidad de emitir a tasas de interés relativamente más bajas y a mayores plazos.

⁸ Banco BBVA – Departamento de Investigación. (2011)
http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/ObservatorioPensiones140711_e_tcm346-262920.pdf?ts=1472011

⁹ AIOS. Los Sistemas de Capitalización Individual en América Latina. (2007)
http://www.aiosfp.org/estudios_publicaciones/estudios_pub/capitalizacion_individual.pdf

Gráfico 26



Fuente: Elaboración propia en base al FMI, AIOSy OECD. El porcentaje para Argentina corresponde a 2008 mientras que el resto de los países reportan los datos de 2010 y 2011.

En relación a los cambios de normativa para fomentar la inversión extranjera y ampliar la base de inversionistas, las políticas son variadas. Países como Perú, Chile, Colombia y México han marchado en esta dirección, Brasil lo ha hecho de forma más pausada (por la fuerte entrada de capitales y la consecuente apreciación del real impuso restricciones). En el caso de Venezuela y Argentina se han vuelto a introducir controles de capital. Varios de los controles al capital son percibidos por los accionistas como factores adicionales de riesgo, y en consecuencia demandarán mayores primas a los países que implementen controles exuberantes o regímenes poco transparentes. No obstante, una apertura desmedida también puede atraer a muchos inversores especulativos cuya reacción tiende a acentuar la pro-cíclicidad de la economía provocando abruptas huidas de capital en situaciones adversas y convirtiéndose en factores adicionales de riesgo. Es en este tipo de políticas donde la región debe establecer regulaciones que sean atractivas para la inversión a largo plazo y que desalienten la mera especulación.

Una mayor integración de los mercados y el establecimiento de normas de gobierno corporativo también han influido positivamente en el desarrollo de los mercados locales. Los bancos centrales han promovido mejores prácticas en el sistema financiero y los bancos, a su vez, trasladan estas prácticas a las corporaciones. La banca multilateral ha tenido un rol fundamental en este sentido. Actualmente, gran parte de sus líneas de crédito al sector privado están sujetas a reglamentaciones específicas en términos de gobierno corporativo. Todo ello hace que exista mayor información, más transparencia y por lo tanto una mejor apreciación y segmentación de los riesgos.

Es importante señalar que la banca multilateral ha fortalecido también el desarrollo de nuevos instrumentos de financiación, la ampliación de los mercados locales así como las emisiones en moneda local. Ejemplo de ello es el primer programa que otorga el BID en Perú en 2003, donde apoyó en conjunto con el Banco Internacional de Desarrollo de Holanda, a través de una garantía parcial por U\$s50 millones de dólares una emisión de bonos de Grupo Graña-Montero. La emisión se llevó a cabo en el mercado local y permitió que la calificación de la compañía mejore de BBB a AA. Un año mas tarde el IFC apoyo una emisión mas pequeña (equivalente U\$s15 millones de dólares)

pero esta vez en moneda local. En forma similar, en México el BID apoyó la emisión realizada por Leasing Operaciones de México (LOM) que alcanzó 450 millones de pesos con la garantía del 50%. Las garantías en general se estructuran para proteger al inversor de diversos riesgos, principalmente el atraso en los pagos. También pueden proteger al inversor de hechos que se asocien a un incremento del riesgo político, cambios en el marco legal, devaluación, disponibilidad de divisas e incluso situaciones de expropiación o nacionalización. Las garantías que otorgan las multilaterales, especialmente el BID y el Banco Mundial, suelen estar vinculadas a la financiación de líneas o proyectos específicos que tienen que ver con el desarrollo y la mejora en la calidad de vida. Por ejemplo, lo que se denomina emisión de “bonos verdes” o “bonos sociales”. Así también, las multilaterales pueden apoyar emisiones de entidades financieras que se utilicen para fomentar líneas de créditos para proyectos ecológicos, microcréditos, préstamos hipotecarios e inversión en bienes de capital.

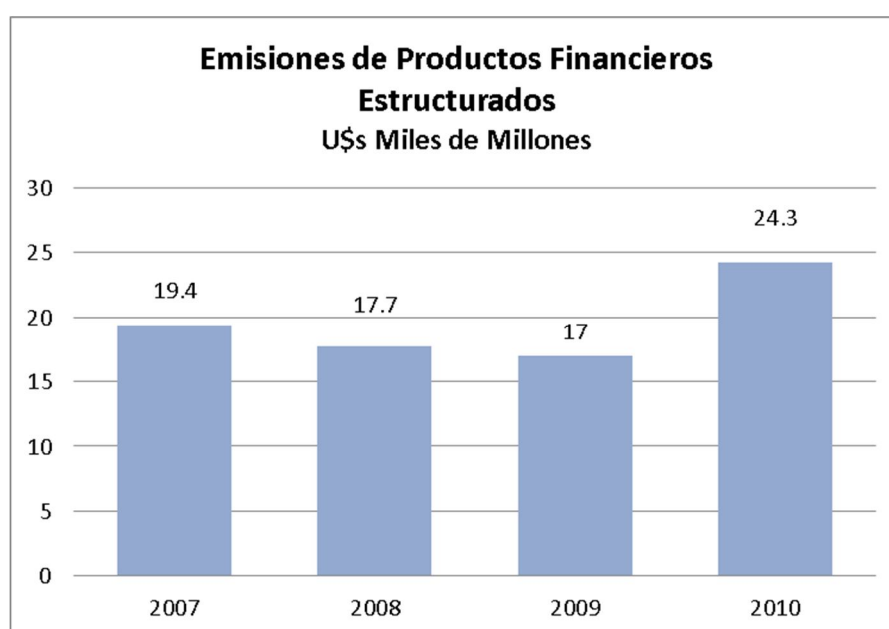
Los bancos de inversión también han promovido el uso de nuevas estructuras y nuevos instrumentos para satisfacer la demanda de los inversores por entrar en el mercado Latinoamericano. Por ejemplo, algunos bancos facilitan la emisión de instrumentos (notas o bonos) indexados en moneda local o incluso denominados en moneda local, pero que se rigen bajo la Ley de Nueva York. En otros casos se rigen bajo la ley local pero se especifica que el sistema de “*clearing*” (liquidación) sea internacional. Ello permite que los inversores puedan ingresar en estos mercados pero disminuyan su exposición a algunos riesgos típicos asociados a inversiones en mercados emergentes o fronterizos. Otro instrumento de creciente uso por los bancos de inversión son las Notas Globales de Depósito (*Global Depositary Notes*). Las GDNs son instrumentos de deuda creados por un banco depositario que debe dar evidencia de ser dueño del activo denominado en moneda local. Las notas simulan los mismos términos de los bonos particulares denominados en moneda local (mismo interés, término, calidad crediticia, etc.); sin embargo las notas se comercian, liquidan y se pagan sus intereses y principal en dólares americanos a través de sistemas de *clearing* internacional (Depository Trust Company/Euroclear entre otros).

Otros tipos de instrumentos que se han expandido son aquellos relacionados con la securitización o titularización de activos, en este segmento se encuentra la expansión del uso de los fideicomisos y la creación de vehículos de propósito especiales (SPV por si sigla en ingles). Dentro de la gama de productos financieros estructurados se encuentran los títulos respaldados con activos (ABS), con hipotecas comerciales (CMBS), con hipotecas residenciales (RMBS), Obligaciones de deuda con colateral (CDO) y otros sintéticos (Gráfico 27).¹⁰ Los países principales para estas emisiones son Brasil, México y Argentina. Puesto que se atribuye el origen de la crisis financiera norteamericana a la mala utilización de estos instrumentos su uso se redujo tangiblemente en 2009. Sin embargo en 2010 este mercado se recuperó llegando a un record de emisión de U\$s24.2 miles de millones de dólares. Este crecimiento estuvo liderado principalmente por las emisiones locales realizadas en Brasil. De acuerdo con los informes de la agencia calificadora Fitch Ratings, en México el segmento de RMBS fue uno de los más afectados durante la crisis de 2009 y no mostró mayores mejorías en los años siguientes, pese a la recuperación económica. Específicamente se produjeron grandes bajas en las calificaciones del segmento de deudas hipotecarias ligadas a instituciones financieras no bancarias, como es el caso de Sofoles y Sofomes. Aquí las tasas de mora han sido demasiado altas en parte debido a la exposición a sectores informales de la economía. En el caso de los préstamos denominados en peso mexicano ligados a Infonavit (Cedevis) se denota mayor estabilidad en las

¹⁰ Ver Anexo para mayor información y definiciones.

expectativas. Con todo, es de gran relevancia el impulso de estos nuevos instrumentos para profundizar el desarrollo de los mercados locales. Ciertamente es relevante considerar que el marco jurídico en torno de los mismos debe avanzar en la medida que lo hacen estas herramientas para que no queden vacíos legales sobre su funcionamiento, responsabilidades, procesos de incumplimiento, y por sobretodo la efectiva y adecuada medición del riesgo de cada “pool” o conjunto de activos que se estructura. Hay que tener en cuenta que muchos inversores locales no son sofisticados, no poseen la experiencia ni el conocimiento sobre estos instrumentos, por lo cual es esencial que se les especifique claramente a qué riesgos se exponen cuando invierten en instrumentos como éstos. También es necesario que el marco jurídico de los países donde se utilizan los instrumentos titularizados requiera información transparente respecto del cálculo y el seguimiento del riesgo crediticio.

Gráfico 27



Fuente: Fitch Ratings, 2011 *Latin America Structured Finance Review and Outlook*

La demanda externa de commodities también ha fomentado la cantidad de emisiones, sobretodo en el sector energético. PDVSA (Petróleos de Venezuela) emitió un eurobono 2022, de U\$s 3 mil millones de dólares con una tasa de 12.75% que atrajo a los inversores de HY (Grado de Especulación). Este es uno de los bonos con mayores transacciones reportadas debido a su alto nivel de volatilidad y la especulación en torno de su precio. Pan American Energy emitió notas con vencimiento en 2021 por U\$s 500 millones de dólares al 7.875%. Por su parte Petrobras emitió un bono *multi-tranche* (dividido en segmentos de distinto tenor) por U\$s 6 mil millones de dólares que consistía en un segmento de 3.875% a 5 años, un segmento de 5.375% por 10 años, y 6.750% a 30 años. La región tiene grandes necesidades energéticas, pero también un vasto potencial. Es lógico que la inversión en energía se convierta en una de las principales fuentes de demanda de financiamiento en los próximos años.

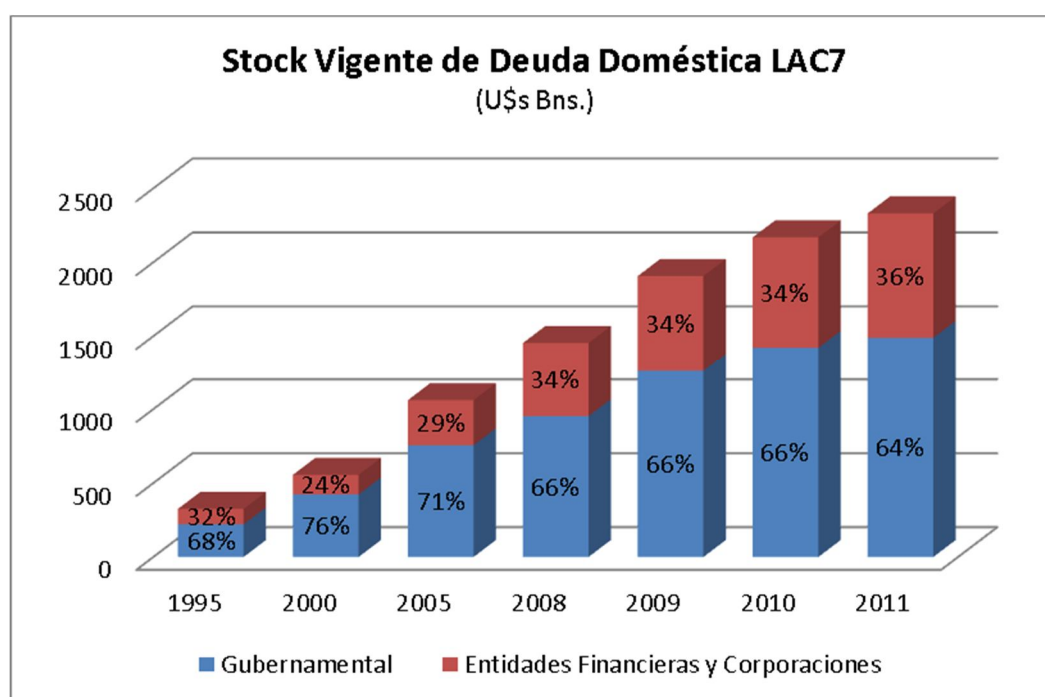
En conclusión, varios elementos confluyeron y se retroalimentaron como fundamentos para el desarrollo de estos mercados. A modo de enumeración y recapitulación los más relevantes han sido:

- Mejora en los fundamentos macroeconómicos de las economías principalmente lo referido al aumento de la solvencia, la acumulación de reservas, y el control de la inflación y el equilibrio en la balanza de pagos.
- Fortalecimiento de los sistemas financieros y bancarios (mayores encajes, exigencias de capital, implementación de mejoras en la medición de riesgos, mejores prácticas en gobierno corporativo, mejores sistemas de reporte y auditoria de estados contables) que a su vez se trasladan al sector corporativo.
- Mejora en los términos de intercambio y la liquidez, lo que permitió mayor inversión en la región.
- Ampliación de la base de inversores y acceso a inversores menos especulativos y más estables principalmente en los países que obtuvieron calificaciones crediticias de grado de inversión. La ampliación también se relaciona con las reformas institucionales de las Administradoras de Fondos de Pensión locales y el incremento en las relaciones con Asia que progresivamente toma mayor interés en la región.
- Rol de la banca multilateral y la banca de inversión en la promoción de nuevos productos financieros y mejor acceso a los mercados.
- Reconocimiento por parte de los mercados de los esfuerzos realizados lo que se manifiesta profundamente en el incremento de países calificados como grado de inversión.
- Incremento en los activos (assets under management) manejados por fondos de pensión privados y soberanos.
- Mejoras en la infraestructura de los mercados locales y la creación de regulaciones mas claras y transparentes en algunos países de la región.

V. Mercados de Deuda Domésticos y Emisiones Globales en Moneda Local: Actualidad y Tendencias. ¿Existen espacio e iniciativas viables para la cooperación regional?

Durante la pasada década los mercados de deuda domésticos crecieron ampliamente en importancia y volumen. En los últimos 15 años pasaron de contener un stock de deuda vigente por un valor total de U\$S325 billones de dólares en 1995 a U\$S1061 billones en 2005 y U\$S2330.6 billones en 2011. Si bien es notable el crecimiento de todos los mercados, es imprescindible marcar la enorme diferencia entre los dos mercados mayores y el resto de los países. Sólo Brasil y México representan el 86% del stock de deuda vigente, de los cuales Brasil por sí sólo constituye un 66%.

Gráfico 28



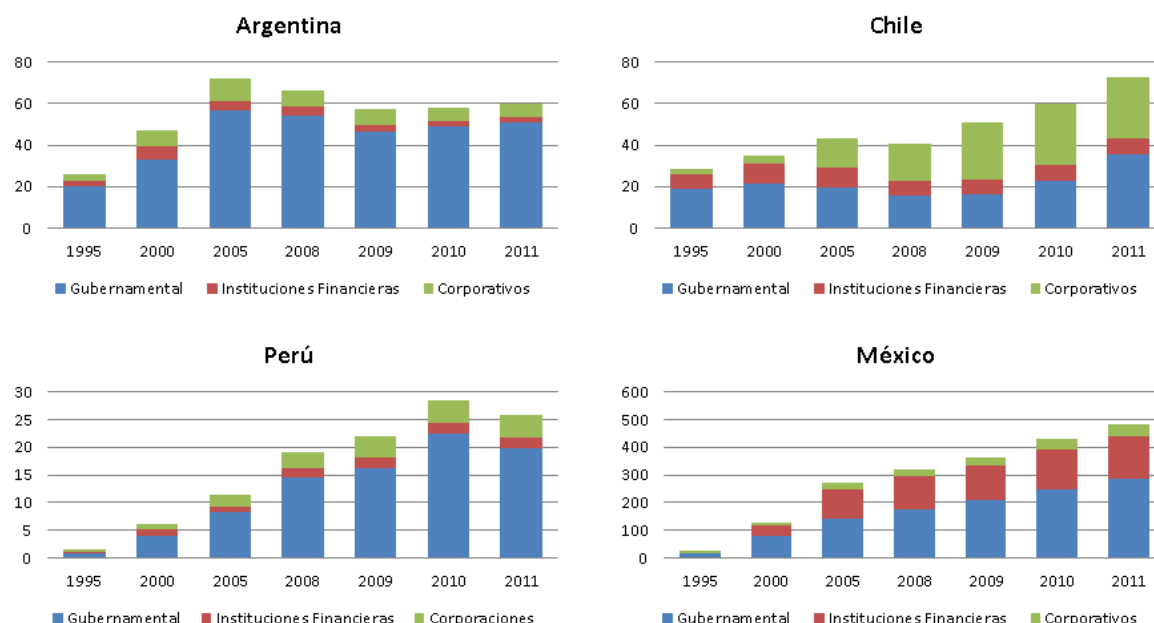
Fuente: BIS, base de datos (todos los emisores). Se considera el stock a fin de año (es decir en el mes de Diciembre) salvo en el caso de 2011, donde se toma en cuenta la cifra de Junio por falta de disponibilidad de información más reciente.

Del total de stock de deuda vigente la mayor parte corresponde a deuda emitida por entidades gubernamentales. Al comparar la proporción de deuda gubernamental en relación a la deuda emitida por corporaciones y entidades financieras en los años 2000 y 2005 a las cifras actuales, se observa una menor participación de la deuda gubernamental. Pese a lo anterior, el caso de cada país difiere, y el desarrollo principalmente de la deuda corporativa es aun escaso en prácticamente toda la región.

Desde 2000 hasta 2011, el país que ha mostrado menor crecimiento en el stock de deuda doméstica vigente es Argentina, en parte ello se debe a que para ese año ese Estado ya era el tercer mercado mas grande de la región (lugar que hoy posee Colombia). El segundo país que menor crecimiento de deuda doméstica posee es Chile. Y su caso es similar al de la Argentina. Ambos tenían ya en el 2000 un mercado doméstico bastante desarrollado en comparación con otros Estados. Los dos países con mayor crecimiento en el stock de deuda doméstica desde el 2000 hasta el presente son Venezuela y Colombia. Al contrario de los anteriores, éstos países poseían en el 2000 mercados muy pequeños y escasamente desarrollados. Brasil por su parte, también creció con una rapidez formidable, en este caso el mercado ya era importante en el 2000 y luego creció en forma exponencial hasta convertirse

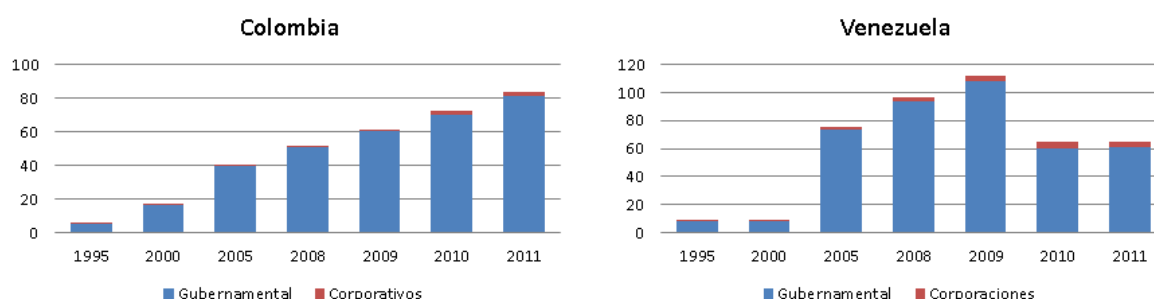
en uno de los mercados domésticos más importantes del globo. Sin lugar a dudas, el tamaño y la evolución del mercado brasileño son propios del de una potencia de primer orden y representa el segundo mercado emergente de deuda doméstica más grande luego de China.

Gráficos 29, 30, 31 y 32



Fuente: BIS

Gráficos 33 y 34

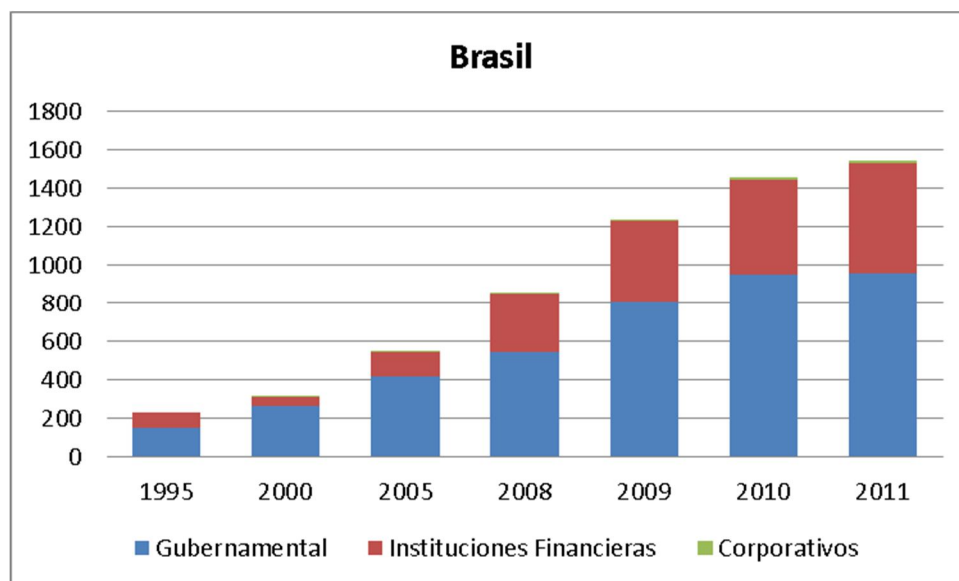


Fuente: BIS, excluye sector financiero en ambos países por no estar en la base de datos. Todos los datos se expresan en Billones de dólares Americanos.

Los únicos dos países donde se observa un progresivo y amplio acceso de los sectores corporativo y financiero en el mercado, son Chile y México. Siendo Chile principalmente el que ha brindado mayor acceso a la financiación del sector corporativo y donde el gobierno redujo su participación relativa. En el resto de la región es notoria la falta de acceso que posee el sector corporativo a la financiación en relación al sector gubernamental. La falta de desarrollo del mercado también se liga a la escasa participación de las entidades financieras en algunos países. Es crucial subrayar aquí la importancia que posee el acceso al mercado y la creación de mercado por parte de las instituciones financieras. Principalmente, porque las pequeñas y medianas empresas tienen grandes dificultades (altos costos de emisión, falta de auditoría, falta de conocimiento) de acceso al mercado de bonos, es fundamental que las instituciones financieras, que son las que pueden intermediar entre el mercado de capitales y las empresas posean mayor penetración. De este modo, las instituciones financieras

podrían financiarse a través del mercado de capital y luego ampliar el acceso a financiamiento por parte de las empresas, principalmente del segmento de pequeñas y medianas.

Gráfico 35



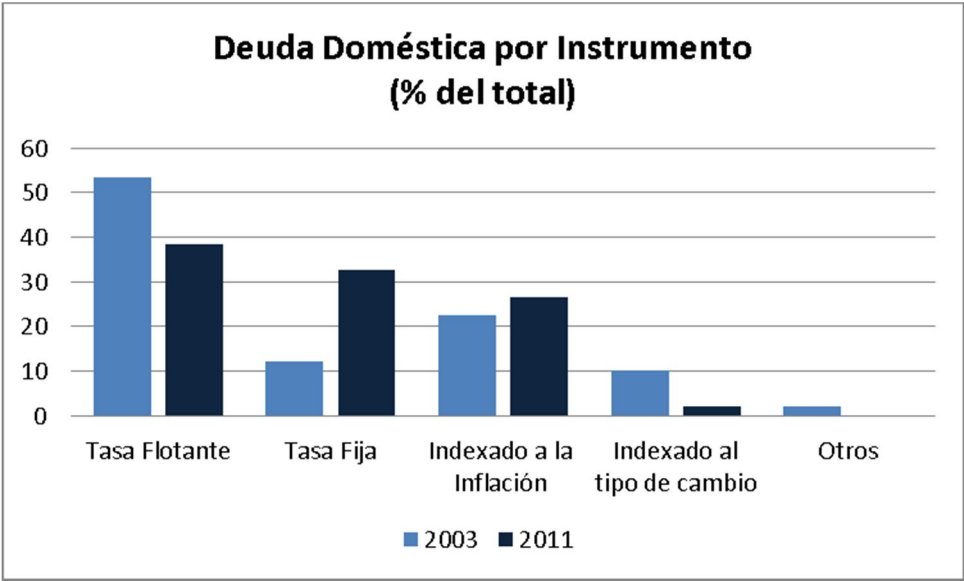
Fuente: BIS. Datos en Billones de dólares Americanos.

El caso de Brasil es muy particular ya que el mercado posee un gran tamaño conformado por emisores gubernamentales y también de entidades financieras, pero el sector corporativo aun muestra escaso desarrollo relativo. Algunas iniciativas han sido tomadas para incentivar el acceso del sector corporativo. Años atrás el Banco de Desenvolvimento de Brasil (BNDES) captaba gran parte de los recursos del mercado y los distribuía entre las empresas a través de sus líneas de crédito. Si bien hoy esa tarea continua, se ha retirado paulatinamente y en vez de proveer financiación directa, otorga garantías parciales de crédito que facilitan el acceso de las corporaciones al mercado de deuda.

En resumen, cuando analizamos el mercado doméstico de la región a través del stock vigente de deuda, las tres características mas relevantes son: 1) Su tamaño es muy disímil, y Brasil representa más del 60% del mercado total; 2) la mayoría de los mercados de deuda interna han crecido con gran rapidez desde el 2000; 3) aún predominan emisores del sector público y la deuda corporativa esta menos desarrollada incluso en los mercados de mayor tamaño. De este modo queda claro y manifiesto que lograr un mayor acceso del sector empresarial al mercado de capitales es un desafío fundamental para la región.

En relación al tipo de instrumento empleado se observa que para el promedio de los países relevados se produjo una disminución desde 2003 (53.5%) de la utilización de instrumentos con tasa variable. De todos modos, su porcentaje continúa siendo elevado y es el tipo de instrumento de mayor utilización (38.4%) actualmente en las plazas locales.

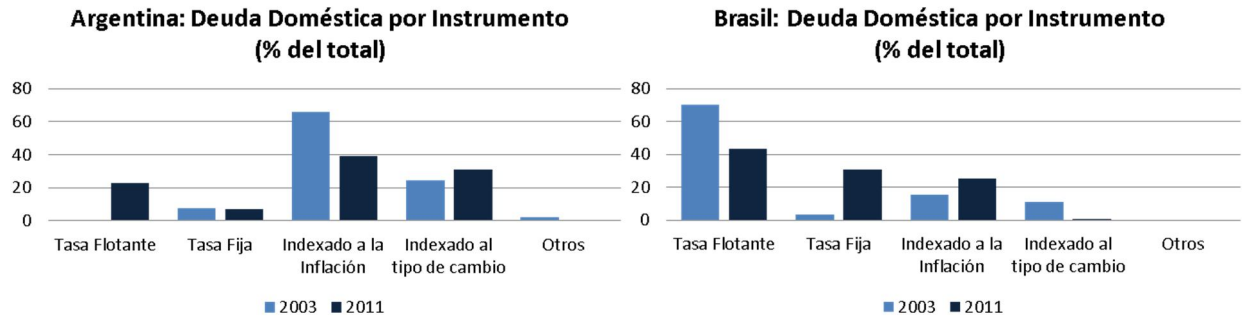
Gráfico 36



Fuente: BIS. El promedio incluye únicamente a Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

Se ha incrementado tangiblemente el uso de instrumentos a tasa fija desde 12.1% en 2003 a 32.8% en 2011, lo que indica un aumento mayor al 170%. Por otra parte, los títulos indexados a la inflación también se han incrementado pero en menor proporción (19%). Finalmente, la utilización de bonos indexados al tipo de cambio se vio reducida en un 78% desde 2003 y actualmente solo representa un 2.2% de los títulos. Si bien estos datos constituyen los promedios de la información recaudada en seis de los mayores mercados, esconden las grandes diferencias que existen entre países.

Gráficos 37 y 38

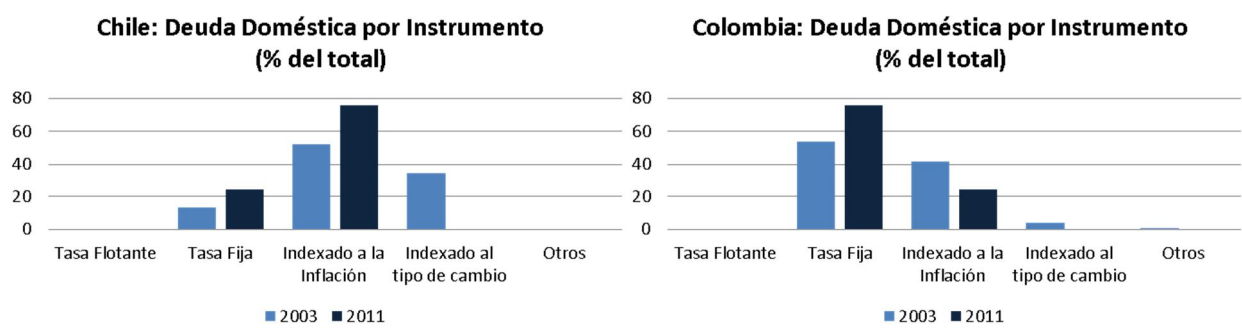


Fuente: BIS

En el caso de Argentina se observa un incremento en el uso de títulos con tasa flotante lo cual era prácticamente inexistente en 2003. El uso de instrumentos de tasa fija es bajo, lo que podría relacionarse con la falta de previsibilidad de la economía. Por otra parte, la cantidad de títulos indexados por la inflación ha descendido y conforma actualmente el 39.1% del total de los bonos. Finalmente, la proporción de títulos indexados al tipo de cambio (31.1%) es casi quince veces mayor al promedio de los seis países considerados. Por un lado, ello se relaciona a la continua deprecación de la moneda desde la crisis de 2001. Por otro lado, implica que pese a los recientes esfuerzos del gobierno para “des-dolarizar” la economía el mercado aun no ha recobrado la confianza para realizar sus transacciones utilizando la moneda nacional.

La situación brasilera es muy distinta. Conforme con los datos se ha producido una progresiva disminución en el número de títulos en tasa flotante, aun así el porcentaje continúa siendo elevado (43.4%) y en el presente es el tipo de instrumento mas utilizado. El uso de bonos de renta fija se ha incrementado notablemente llegando a conformar un 30.7% del total vigente. A diferencia del peso argentino, el real brasilero se ha apreciado en los últimos años. En parte, la fortaleza de la moneda y la mayor previsibilidad han permitido la disminución en el uso de títulos indexados al tipo de cambio, que solo conforman el 0.5% del total.

Gráficos 39 y 40

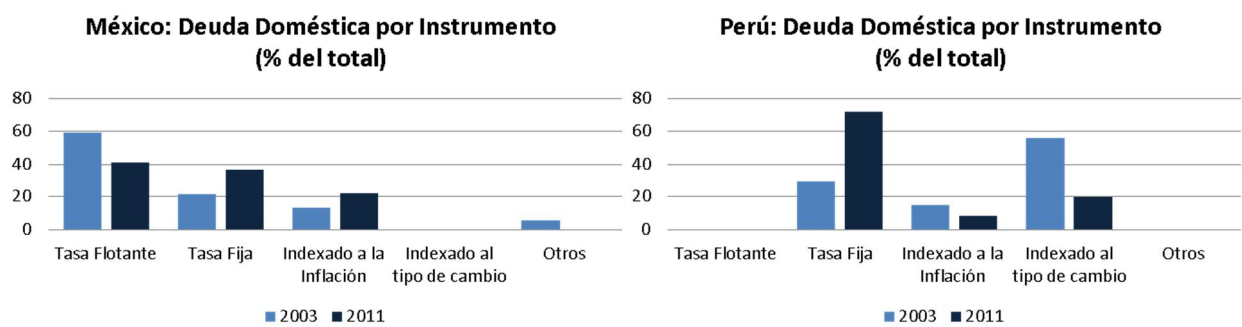


Fuente: BIS

En el mercado de deuda chileno los títulos con tasa flotante no tienen prácticamente uso. Se ha incrementado la adquisición de títulos con tasa fija, que hoy conforman el 24.2% del total. Al igual que Brasil se produjo una disminución del uso de instrumentos indexados al tipo de cambio, al punto que hoy no tienen representatividad en el total de deuda. El grueso de los títulos chilenos está indexado a la inflación (75.8%). Esto último incentiva al gobierno a “cuidar” la estabilidad en los precios ya que una fuerte subida en los mismos encarecería drásticamente los niveles de deuda.

En Colombia el 75.9% de los títulos vigentes se emitieron con tasa fija en 2011. Tanto los títulos indexados a la inflación como los indexados al tipo de cambio disminuyeron desde 2003. Hoy, los segundos ya no existen en este mercado y los bonos indexados a la inflación representan el 24.1%.

Gráficos 41 y 42



Fuente: BIS

En el caso de México el porcentaje de títulos con tasa flotante ha disminuido aunque continua siendo elevado (41.4%). El uso de instrumentos de tasa fija creció de 21.7% en 2003 a 36.6% en 2011. Los títulos indexados a la inflación superan el 20%, mientras que los indexados al tipo de cambio son inexistentes.

En el mercado peruano el 72% de los títulos son de renta fija, menos del 10% son indexados a la inflación y no se utilizan títulos con tasa flotante. Por otro lado, si bien los títulos indexados al tipo de cambio han disminuido desde un 55.8% en 2003 a un 19.7% en 2011, su porcentaje es varias veces mayor al promedio de los seis países. No obstante, la gran caída indica un progresivo proceso de desdolarización.

En términos generales se puede hablar de un gran crecimiento de las plazas locales, un intento mayor de incrementar la utilización de títulos con renta fija y también una creciente “desdolarización” (exceptuando Argentina) que es congruente con el mayor valor que han adquirido las monedas nacionales.

La tendencia hacia la financiación a través de fuentes domésticas y en moneda local proseguirá en 2012. De acuerdo con las estimaciones de la agencia calificadora Fitch Ratings, 91% de las necesidades de financiación de los gobiernos centrales se llevarían a cabo a través de emisiones de bonos locales. Del total de las necesidades financieras de los gobiernos centrales, Brasil y México representan el 72% debido a sus próximos vencimientos de deuda de corto plazo.

Gráficos 43 y 44



Fuente: Tesoro Nacional del Brasil, Banxico

La primera diferencia que se observa entre México y Brasil respecto de quienes son los principales inversores en deuda pública doméstica se da en el rol de los bancos. Mientras que en Brasil se comportan como los principales compradores en México su rol es más limitado, y poseen una menor exposición a la deuda pública. La segunda gran diferencia es la preponderancia de inversores no residentes en México (26%), frente a una tenencia de títulos locales del 11% en Brasil. En ambos casos los fondos de pensión si bien tienen una buena porción del mercado, aun podrían expandir su potencial.

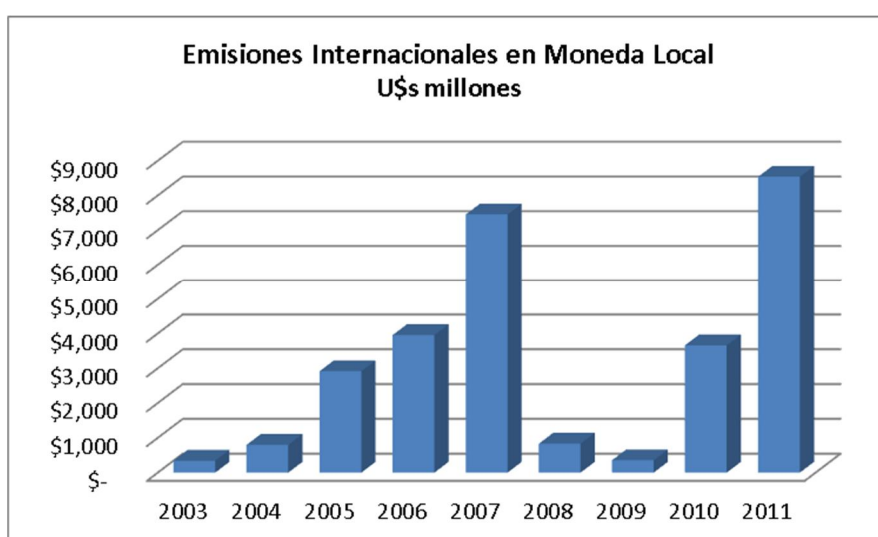
Como ha sido expuesto el viraje hacia los instrumentos domésticos de deuda no es exclusivo de los grandes mercados. También algunas pequeñas economías han virado hacia este tipo de financiación particularmente en conjunto con reestructuraciones de deuda. Se han implementado diversas iniciativas de gestión de la deuda para mejorar el perfil de riesgo en economías pequeñas y altamente dolarizadas. El caso mas alentador es el de Uruguay que ha buscado limitar su exposición cambiaria, extender el plazo de los títulos emitidos y reducir los costos de refinanciación. En 2011 los bancos privados y las AFAP fueron los principales inversores en la plaza local. Tanto las letras de regulación monetaria en pesos como las notas de tesorería en unidades indexadas fueron altamente demandadas. En 2011 Uruguay emitió un bono indexado a la inflación por U\$s1300 miles de millones de dólares con vencimiento en 2028, y realizó una recompra de U\$s1000 millones de

dólares de deuda a corto y medio plazo en Euros y Dólares Americanos, asimismo intercambio bonos indexados a la inflación con vencimiento en 2018 por nuevos bonos con vencimiento en 2028.

Como se desarrollará mas adelante pese a las mejoras recientes y a los incrementos en volumen de los mercados locales, persisten una serie de desafíos. No hay que olvidar que el historial de inflación en la región ha generado tasas de interés elevadas que dificultan la financiación interna. Si bien los diferenciales para algunos emisores entre emisiones locales y globales han disminuido, para algunos Estados la financiación interna sigue siendo bastante más costosa que la internacional. Es importante aclarar que existen divergencias entre los países de la región, por ejemplo en Brasil las tasas de interés reales permanecen muy elevadas haciendo muy cara la financiación local, sobretodo para el sector privado. Diferente es el caso mexicano en donde las compañías con muy buen rating crediticio acceden a la financiación local con primas no mucho mayores a las del Gobierno. Asimismo, la estructura de vencimientos local continúa siendo mas corta que la internacional, provocando una gran concentración en los instrumentos de breve vencimiento. Cabe destacar también que -como se exhibió- no toda la deuda emitida en las plazas locales se realiza en moneda nacional, esto puede llevar al engaño de pensar que las emisiones en los mercados internos están completamente exentas del riesgo cambiario. La tendencia que se observa en prácticamente todos los casos ha sido la disminución del componente de moneda extranjera en las emisiones locales, pero aun es relevante llamar la atención sobre todo respecto de las economías medianas y pequeñas. Por ejemplo, en el año 2000 el 90% de la deuda gubernamental doméstica argentina se denominaba en moneda extranjera, en 2005 ese porcentaje se redujo a 28%. En el caso de Uruguay en 2000 la deuda gubernamental doméstica denominada en moneda extranjera era del 97%, mientras que en el 2005 se redujo a 72%. ¹¹

Una alternativa cuya utilización se ha incrementado para reducir el riesgo cambiario es la emisión global/internacional en moneda local. Con ello se tiene acceso a los mercados internacionales que brindan mejores plazos y mayor liquidez, a la vez que se elimina la exposición cambiaria ya que la moneda de emisión es local.

Gráfico 45



Fuente: Citibank en base a SDC Platinum

¹¹ Ver datos en <http://mitpress.mit.edu/9780262026321/webappendix> Borensztein, Cowan, Eichengree, and Panizza.

Las emisiones internacionales en moneda local han crecido en los dos mayores mercados de la región, Brasil y México, pero también en los de tamaño medio como Chile y Colombia, e incluso en pequeños como Uruguay. La mayor demanda de este tipo de instrumentos en 2011 arroja un incremento del 133% respecto de 2010. Las mejoras macroeconómicas y la entrada de capitales en la región fortalecieron las monedas locales aumentando el interés de los inversores en los títulos emitidos en monedas regionales. Como se observa en el gráfico anterior (45) estos mercados habían cobrado gran impulso año a año hasta la crisis financiera. En el periodo 2008-2009 las emisiones disminuyeron estrepitosamente. Esta situación da cuenta de la pro-ciclicalidad que aun muestra este tipo de emisiones. En particular, cuando se dan momentos de crisis global los inversores tienden a huir hacia instrumentos emitidos en divisas fuertes (como el dólar americano). Asimismo, en el periodo que va desde finales de 2008 a finales de 2009 prácticamente todas las monedas de la región se depreciaron en relación al dólar.

Es importante subrayar, que si bien esta alternativa ha tenido una importante demanda y fortalece las monedas de la región, el precio de emitir en moneda local es relativamente alto. Tomando como ejemplo las emisiones de Banco Safra en 2011. El banco emitió un bono internacional debutante a 10 años por U\$s 500 millones de dólares a principios de 2011 a una tasa de 6.75%. Este era un bono subordinado (Tier II). Generalmente (y en las condiciones de mercado del momento de emisión), se establece una prima de 35 puntos básicos (bps), un ajuste de crédito por extensión en la curva de 7 a 10 años de 10-15 puntos básicos, y una prima por subordinación de los pagos de 40 a 65 puntos básicos. Por lo que un equivalente Senior a 5 años hubiese tenido una tasa aproximada de 5.25%. Ahora bien al poco tiempo Banco Safra emitió un bono global Senior por RLS 800 millones (aproximadamente U\$s400 millones) a 5 años y pagó una tasa de 10.25%. Lo que indica una diferencia de 500 bps entre un bono emitido en dólares y un bono equivalente emitido en reales.

Es imprescindible que el desarrollo de este tipo de instrumentos este acompañado por una efectiva legislación, supervisión y el desarrollo de herramientas de cobertura. Siguiendo el planteo de Tovar (2005) “es posible que al emitir este tipo de bonos en moneda local sea necesario desarrollar a una escala mucho mayor los mercados de cobertura de riesgo. Aunque en el caso de Uruguay no existe ningún mercado oficial a tal efecto, Brasil sí que cuenta con un mercado líquido y consolidado para contratos a plazo sobre divisas con liquidación por diferencias (*non-deliverable forwards* o NDF)”. En Colombia, por ejemplo, se creó la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) para el activar el funcionamiento sobre los contratos de tasas de interés, tasa de cambio e índices bursátiles en la Bolsa de Valores de Colombia. Ello, a su vez, promovió el crecimiento de los mercados que actúan sobre el mostrador (OTC) y las permutas financieras (swaps de tasa de interés y *cross currency*). La CRCC del servicio de compensación como contraparte central de operaciones, con el propósito de reducir o eliminar los riesgos de incumplimiento de las obligaciones derivadas de las mismas. “La Cámara de Riesgo puede interponerse como contraparte directa y/o administrar la Compensación y Liquidación de diferentes tipos de operaciones como lo son las operaciones de contado, a plazo de cumplimiento efectivo o de cumplimiento financiero, repos, carrusel, transferencia temporal de valores, ventas en corto, simultáneas, operaciones sobre derivados, celebradas o registradas en las bolsas, los sistemas de negociación, el mercado mostrador o cualquier otro mecanismo autorizado por el Reglamento de la Cámara”¹².

Tal como se observó en este apartado, las emisiones globales en moneda local no son exclusivas de los dos grandes emisores de la región sino que países medianos y pequeños cuyas monedas se han

¹² http://www.camaraderiesgo.com/index.php?option=com_content&view=article&id=14&Itemid=10

fortalecido también han aprovechado la oportunidad como Colombia, Chile, Perú, Uruguay. En el caso de Perú en Enero de 2012 colocó el equivalente a U\$s1.100 miles de millones de dólares con la reapertura de dos bonos. Un bono en dólares Global 2050 a 50 años (el mas largo en la historia de Perú) por U\$s500 millones de dólares y un Bono Soberano en soles a 20 años por U\$s600 millones de dólares. Claramente los países aprovechan el mercado internacional para extender la estructura de vencimientos de deuda. El Bono Soberano 2031, pudo ser adquirido por inversores de la plaza local como por extranjeros que utilizan GDNs. De acuerdo con lo informado por el Ministerio de Economía y Finanzas del Perú la demanda del bono en soles fue de 4,7X veces el monto colocado y superó los U\$s2.800 millones. El rendimiento fue de 6.875% con un precio cotizado a prima de 100.956%. En cuanto al bono Global 2050 tuvo una demanda 7X veces mayor al monto colocado, con un rendimiento de 5.372% y un precio cotizado a prima de 104.098%.

Las emisiones globales en moneda local resultan muy atractivas ya que se accede a una base de inversionistas mas amplia, se evita el descalce de monedas por el lado del emisor, y se logra una extensión del plazo promedio. No obstante, como se observó ello puede significar la segmentación de la base inversora y la consecuente disminución de la liquidez en los mercados locales. Esto afecta principalmente a los mercados más pequeños. Incluso, algunos autores sostienen que tal “duplicación” en las emisiones de las firmas en ambos mercados termina afectando la liquidez y aumentando los costos, lo que lleva a una situación de ineficiencia (Bolton y Freixas, 2006). Dada la diversidad de tamaños en los mercados este es un factor a considerar, ya que en definitiva lo más importante es acceder progresivamente a fuentes de financiamiento mas baratas, con mayor plazo y con un perfil de riesgo mejor.

El tamaño de las economías es un factor fundamental pero no es el único factor que determina el desarrollo de los mercados locales¹³. ¿Cuál es entonces el margen para obrar de las economías más pequeñas? Una posibilidad es el de la cooperación regional. Ciertamente la inestabilidad política y diferencias en materia regulatoria, fiscal y monetarias han desincentivado la cooperación en asuntos financieros. Principalmente ha sido difícil que propuestas de cooperación se plasmen en medidas concretas. Pero la experiencia Asiática y algunas iniciativas locales son un gran motivante para pensar que tal cooperación es posible en América Latina. En relación al mercado de bonos los países asiáticos tomaron principalmente tres iniciativas:

- 1) La Iniciativa para un mercado de Bonos Asiático (*The Asian Bond Market Initiative* AMBI, ASEAN +3) creada en Manila en 2003. En su quinto aniversario y tras la reunión de Madrid, los integrantes expresaron el interés en abordar cuatro cuestiones: a) Promoción de las emisiones denominadas en moneda local (oferta); b) Facilitación de la demanda de bonos en moneda local; c) Mejora del marco regulatorio, y; d) Mejoras relacionadas a la infraestructura de los mercados de bonos.
- 2) Fondos de Bonos Asiáticos, ABF 1 y 2. El primero fue creado en 2003 tras la reunión ejecutiva de los bancos centrales del Este Asiático (EMEAP). Mientras que el primer fondo implicaba inicialmente la utilización de un billón de dólares acumulados en reservas para la adquisición de bonos asiáticos denominados en dólares, el segundo fondo hace énfasis en las emisiones en moneda local. Plantea la inversión de dos billones de dólares en emisiones denominadas en moneda local de actores soberanos y quasi-soberanos. La idea de este segundo fondo fue disminuir los costos de transacción y aumentar la liquidez en los

¹³ Ver Panizza (2008) UNCTAD; Borensztein, Eichengreen y Panizza (2006); Burger y Warnock (2003); Claessens, Klingebiel y Schmujler (2003).

mercados, para ello se creo en 2005 el Pan-Asian Index Fund y, luego ocho fondos nacionales.

- 3) La promoción de emisiones en moneda local con el apoyo del Banco de Desarrollo Asiático (ADB).

Actualmente este tipo de cooperación en América Latina se encuentra en una fase muy embrionaria, donde los foros de discusión regional denotan buenas intenciones pero escasos resultados. Como plantean Tovar y Quispe-Agnoli (2008) quizás el organismo regional más comparable a los ABF sea el Fondo Latinoamericano de Reservas. Este organismo surgió en el marco del Acuerdo de Cartagena, como respuesta a la necesidad de los países andinos de contar con una institución financiera propia donde los bancos centrales hagan aportes de capital para ayudarse en épocas de problemas de balanza de pagos y un mecanismo que reduzca los costos que representa la acumulación de reservas como elemento de blindaje financiero.

Por otra parte las multilaterales, principalmente el BID, han promovido emisiones puntuales en moneda local. Las actividades del BID se basan no solo en el desarrollo de los mercados locales sino en las estrategias de gestión de deuda. Así su contribución incluye: (a) apoyo institucional en iniciativas para el desarrollo de los mercados financieros; (b) apoyo institucional hacia Oficinas de Gestión de Deuda; (c) desarrollo de mercados de bonos en moneda local; (d) financiación en moneda local; (e) Préstamos y Garantías para operaciones en los mercados de capital domésticos (e.g. infraestructura y activos con colateral); (f) la creación de LAC Debt Group Initiative.¹⁴

Otra iniciativa interesante es la creación del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Corresponde a la integración de los mercados de renta variable de Chile, Colombia y Perú. Los países debieron diseñar y adaptar modelos de liquidación y compensación, así como de negociación y transacciones. En conjunto se realizó un esfuerzo para la adaptación de leyes y organismos reguladores. Al concretarse la integración el MILA se convirtió en el mercado latinoamericano más grande por número de compañías listadas (563 empresas), el segundo más grande de la región por capitalización bursátil, US\$614.000 millones y el tercero por volumen de negociación, US\$57.000 millones.

En principio la colaboración regional puede promover la armonización en materia de incremento de transparencia (publicación de información accesible a los inversores tanto de gobiernos como de corporaciones, publicación de precios en las subastas de bonos, mayor información de los precios de mercado secundario), adecuación progresiva a políticas de gobierno corporativo, innovación legal (leyes con capacidad de incluir nuevos actores y nuevos instrumentos, así como también los métodos de monitoreo para la gestión del riesgo asociado a los mismos). Si se lograra tal armonización y se mantuviesen costos operativos bajos probablemente la cooperación redunde en mayores eficiencias y un incremento en las economías de escala. Sin embargo, es prioritario que antes se fomente la cooperación en materia de información. Es muy relevante para hacer políticas coherentes tener acceso a bases de datos publicas, unificadas y consolidadas sobre todos los países de la región. Los datos actuales son incompletos, segmentados, de alto costo (no solo monetario sino en tiempo) y difícil acceso. No se pueden realizar políticas eficaces, con logros cuantificables y medibles si no se relevan primeramente los datos para planificarlas y llevarlas al campo de acción. Esto último también es fundamental para ampliar la participación de los sectores financieros y

¹⁴ BID Support on debt Management in the Region. CMF. Visita al Tesoro Nacional del Brasil. (2008)

corporativos en los mercados. Los foros de discusión deben incorporar los datos de ambos sectores para entender cómo apoyarlos.

El rol de las multilaterales, principalmente las regionales, es fundamental para la creación de bases de datos consistentes, la recolección periódica y la ampliación en la cobertura geográfica. Asimismo, es fundamental que estas organizaciones revisen sus procesos internos para lograr agilizar los mecanismos de apoyo. En muchos casos los procesos de debida diligencia y el accionar de los diversos comités de aprobación suelen retrasar las operaciones e incluso generar altos costos para los potenciales emisores que desalientan el uso de estos recursos.

VI. Beneficios, Riesgos y nuevos desafíos ligados a los cambios en la estructura de financiamiento y la rápida expansión de los mercados locales

El desarrollo de los mercados de deuda doméstica es crucial para un adecuado funcionamiento de los sistemas financieros locales. Produce que los mercados puedan ser más completos y eficientes, a la vez que se diversifican mejor los riesgos descomprimiendo la concentración de los mismos en el crédito bancario. Brindan tanto al sector público como privado, una fuente alternativa esencial para la financiación de sus proyectos y necesidades. La utilización fluida de títulos públicos a través de los mercados domésticos es vital para la realización de operaciones indirectas de política monetaria y operaciones con colateral en el mercado interbancario, ello permite a los bancos gestionar su liquidez de manera mas eficiente reduciendo la necesidad de intervenciones frecuentes de los bancos centrales (FMI, 2007). La fortaleza de estos mercados permite ofrecer mayor estabilidad a los sistemas financieros locales, principalmente cuando se interrumpe la liquidez en el mercado internacional. En definitiva, la promoción de mercados domésticos mas líquidos y profundos podría ayudar a las empresas, instituciones financieras y gobiernos a quebrar “su pecado original”¹⁵ para poder financiarse a costos mas bajos y a más extenso plazo en moneda propia.

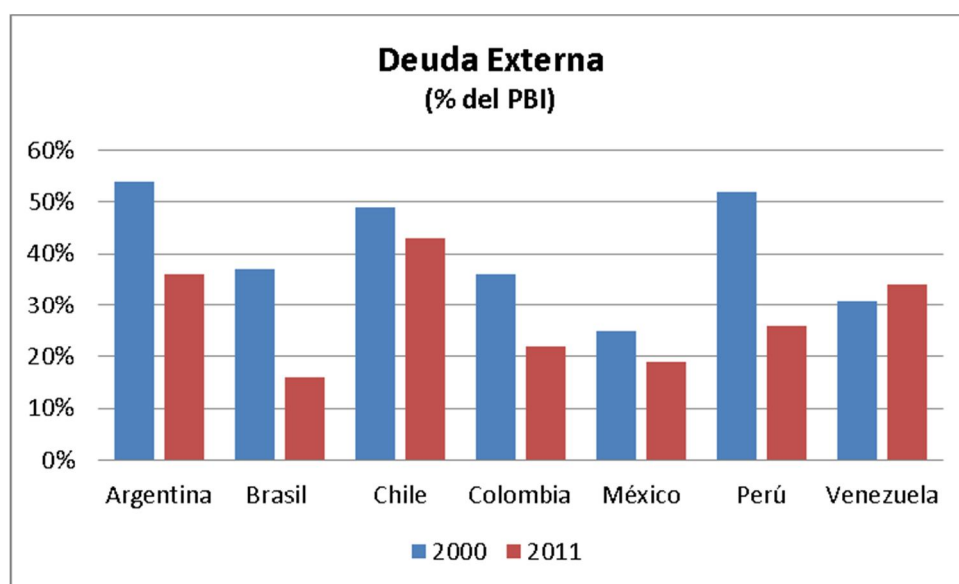
Este desarrollo puede ser, en parte, impulsado por los mismos gobiernos en tanto que sus emisiones actúan como puntos de referencia (*benchmark*) para las emisiones del sector privado. A su vez, cierto nivel de tenencia de títulos gubernamentales por parte del sector bancario puede ser un incentivo para que otorguen créditos al sector productivo. Por lo general los bancos tienden a concentrarse en la financiación de corto plazo, particularmente consumo debido a que el entorno en los países emergentes o fronterizos plantea altos riegos. La posesión de títulos públicos domésticos, puede servirles a los bancos como colateral para ampliar su marco de acción, incentivando los préstamos a mayor plazo para el sector productivo (ver S. M. Ali Abbas y Jakob E. Christensen 2007).

Por sobre todas las cosas es una alternativa mas de financiación, lo que reduce la dependencia de la financiación externa y sirve como “colchón” frente al impacto de acontecimientos negativos en el entorno internacional. Permite así, la continuidad de la inversión en momentos de disminución de liquidez externa.

Debido a las profundas crisis financieras ocurridas en la región y el fuerte impacto de los *shocks* externos, varios países tomaron como prioridad transformar la estructura de endeudamiento enfatizando la disminución del riesgo de tipo de cambio. Por ende uno de los mecanismos de resguardo optado fue la disminución de la deuda externa debido al alto riesgo cambiario que lleva implícito al haber potenciales descalces de monedas. Al comparar a las siete economías más grandes de la región respecto del año 2000, prácticamente todas han disminuido el ratio de deuda externa sobre producto bruto interno.

¹⁵ Ver Barry Eichengreen y Ricardo Hausmann. Exchange Rates and Financial Fragility. Pg. 2. (1999) <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1999/S99eich.pdf>

Gráfico 46



Fuente: Latin Macro Watch Database. (Las cifras de México, Colombia y Venezuela corresponden a 2010)

Es relevante subrayar aquí que los dos mercados domésticos más grandes de la región, Brasil y México, son los que menos fondeo externo relativo necesitan. Lo que indica la creciente importancia de sus plazas locales, y en alguna medida la relación entre el tamaño del mercado y su potencialidad de desarrollo. Mercados de tamaño medio, que aun dependen bastante de la financiación en dólares (o divisa extranjera) son Chile, Venezuela y Argentina. En el primer caso la exposición a deuda en divisas se concentra en el sector corporativo y en los últimos dos casos en el sector público (no sólo por parte del gobierno central sino provincias, estados, etc.).

A diferencia de Asia y Europa, donde el grueso de la deuda externa es bancaria, en América Latina pertenece a los gobiernos. Por ende la actual disminución de la deuda en divisa relativa al producto se corresponde en gran medida con estrategias de las autoridades gubernamentales que buscaron disminuir los potenciales descalces cambiarios. Incluso, en varios casos, han existido políticas concretas en este sentido como el pago por parte de Venezuela y Brasil del remanente de los Bonos Brady (en dólares), o las reducciones de deuda frente al Club de Paris y al FMI.

Como destacan Cavallo E. (2010) y, Jeanneau y Tovar (2008) el hecho de que ésta estructura de deuda, aparentemente, reduzca las vulnerabilidades ante *shocks* externos no hace que esté exenta de riesgos y otro tipo de vulnerabilidades. Es esencial tener en cuenta el cambio en la estructura de financiamiento y los cambios en los instrumentos de financiación para entender cómo mejorar la administración y gestión de los riesgos asociados al endeudamiento.

Entre los retos más relevantes que se abordarán brevemente en esta sección se encuentran:

- La ampliación de la estructura de plazos en el mercado doméstico y los problemas de liquidez y *rollover*, presente ante todo en los mercados más pequeños. La variedad en el tamaño y en el número de transacciones demanda respuestas de políticas diferentes que sean apropiadas para cada país.
- El efecto desplazamiento del sector privado por la deuda gubernamental.
- El tipo de instrumento predominante son los títulos a tasa flotante lo que puede aumentar los riesgos de refinanciación.
- La necesidad de una base inversora amplia y estable.
- La utilización de nuevos instrumentos financieros que desdibujan la frontera entre mercado doméstico y mercado internacional. La potencial creación de lagunas legales respecto del funcionamiento de los mismos.
- La necesidad de entender cómo esta estructura puede afectar otras variables de la economía como ser la inflación presente y la futura.
- La necesidad de generar información completa y recurrente.
- La necesidad de que la banca multilateral cumpla un rol crítico y activo en materia de generación de datos, apoyo de políticas de gobierno corporativo y transparencia; y en el fomento de la cooperación regional (sobretudo entre los mercados medios).

Por el tipo de crisis que ha sufrido América Latina, generalmente el foco de atención ha sido prioritariamente el descalce de monedas, descuidando quizás otras vulnerabilidades. Conforme lo expresa la OECD si bien los plazos de financiación en el mercado de deuda doméstico se han incrementado, el plazo promedio sigue siendo muy corto en relación a el existente en otros mercados emergentes. La exposición al tipo de cambio, la necesidad de *roll-over* sobre plazos cortos, así como la indexación a tasas flotantes son riesgos que pueden presentarse si no se gestionan con cuidado.¹⁶ Así, detrás del desarrollo de los mercados de deuda siempre tiene que existir una percepción real de los riesgos implícitos en cada mercado y la eventual sobre-exposición a los mismos. Mientras que las emisiones globales en dólares (u otras divisas) naturalmente conllevan a aceptar un riesgo cambiario, las emisiones que tienen lugar en los mercados domésticos representan, fundamentalmente, riesgos de descalce de plazos y falta de liquidez (principalmente en el mercado secundario).

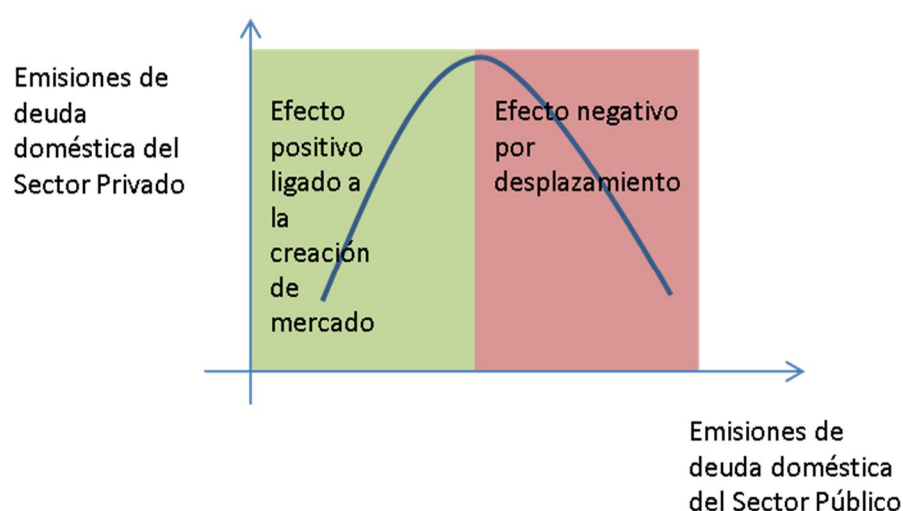
La deuda a corto plazo en los mercados domésticos no sólo es de gran tamaño sino que su peso es cada vez mayor para los gobiernos. Brasil y México enfrentan para 2012 vencimientos domésticos del gobierno central por U\$s352.000 millones de dólares de acuerdo con Thomson Reuters¹⁷. Por su parte Colombia enfrenta vencimientos locales por más de U\$s9.000 millones de dólares en el 2012 y Venezuela por otros U\$s4.500 millones de dólares. Incluso, varios especialistas de mercado han expresado que las grandes necesidades de refinanciamiento del sector público en el mercado local puede afectar negativamente a las empresas y entidades financieras del sector privado que tienden a ser desplazados (*crowding out*). Este punto es muy relevante ya que se pierde el balance entre la “creación de mercado” por parte de los gobiernos –lo que incluye el establecimiento de una curva de rendimientos para el mercado (benchmark), el desarrollo de tamaño e infraestructura– y el efecto de “desplazamiento hacia fuera” del sector privado. De acuerdo con Diamond (1965),

¹⁶ OECD. Policy Insights. 2008. <http://www.oecd.org/dataoecd/18/61/41561399.pdf>

¹⁷ <http://noticias.terra.com/america-latina/deuda-de-corto-plazo-enciende-luz-amarilla-en-alatina,ed38f8999b015310VgnVCM20000099f154d0RCRD.html>

principalmente en los mercados poco profundos, cuando los gobiernos se endeudan en demasía, usan el ahorro privado interno que de otra manera estaría disponible para préstamos al sector privado. A su vez, la disminución del residual de los fondos prestables en el mercado aumenta el costo del capital para los prestatarios privados, reduce la demanda de inversión privada, y por lo tanto actúa negativamente sobre la acumulación de capital, el crecimiento y el bienestar. También, cuando el rendimiento de la deuda pública es muy alto incentiva a que la banca invierta en estos títulos en vez de financiar los proyectos del sector privado. Muy probablemente el impacto de las emisiones gubernamentales sobre las privadas responda a una relación no lineal, que indique que en un principio estas emisiones tienen un efecto positivo fomentando la creación de mercado e incentivando la participación de inversores institucionales; y luego de cierto punto ejerzan un efecto negativo de desplazamiento.

Gráfico 47



Fuente: Elaboración propia en base a Panizza (2008) y S. M. Ali Abbas y Jakob E. Christensen (2007)

Como se anticipó, de acuerdo con las estimaciones de Fitch Ratings, la emisión de bonos externos por parte de los gobiernos latinoamericanos será estable, cubriendo sólo el 4% de sus necesidades de financiamiento requerido por los gobiernos centrales de la región. Se espera que los países cubran el 91% del total de sus necesidades financieras totales a partir de fuentes domésticas, principalmente a través de subastas de bonos¹⁸. Pese a los intentos de emitir instrumentos más longevos, los mercados locales tienden a concentrarse en financiación de corto vencimiento (con un promedio aproximado de 4-5 años). “En México a finales del año 2000, el 56% de los vencimientos se concentraban en el año siguiente y el 25% de la deuda vencía en tres años o más, mientras que a finales de 2006, estos porcentajes eran del 33% y el 55% respectivamente” (BIS, 2007). En la actualidad más del 40% de las emisiones de deuda de la región son de corto plazo (iguales o menores a cinco años) y el uso de los fondos obtenidos en el mercado local se utiliza en gran medida para satisfacer necesidades de refinanciación. En este marco el riesgo de descalce de vencimientos cobra cabal importancia. Principalmente cuando se realizan proyectos de inversión de medio y largo plazo y las únicas fuentes de financiamiento relativamente barato son a corto plazo, dejando implícita una necesidad de refinanciación futura. Así para el sector empresarial, por ejemplo, “aún cuando los activos empresariales son (generalmente) instalados a largo plazo por lo que tienen

¹⁸ Fitch Ratings. 2012 Latin America Government Financing Needs. (2012)

carácter ilíquido, las fricciones y distorsiones del mercado de capitales pueden obligar a estas empresas a emitir deuda con un vencimiento relativamente corto... Radelet y Sachs (1998) y Chang y Velasco (1999) son algunos de los autores que apoyan esta idea, y sostienen que una excesiva dependencia de la deuda a corto plazo hace vulnerables a las empresas de las economías emergentes ante el “pánico financiero”, tal como se muestra en el modelo diseñado por Diamond y Dybvig (1983)”¹⁹ (Bleakley 2000). Asimismo, el hecho de que un porcentaje elevado (casi 40%) de los títulos en el mercado local se realice utilizando tasas flotantes incrementa los riesgos de refinanciación (*rollover*). La utilización de instrumentos con vencimiento temprano también está relacionado con la falta de liquidez que existe en los mercados para efectuar transacciones diarias con fluidez. Incluso, numerosos inversores deben guardar los títulos hasta el momento del vencimiento ya que no pueden venderlos fácilmente en el mercado secundario. Lo cual provoca que los inversores prefieran demandar títulos de corto plazo.

Es imposible soslayar que así como existen notorias diferencias en los tamaños de mercados también existe variación en la liquidez de los mismos. De acuerdo con la encuesta del Emerging Markets Traders Association (EMTA) en 2011 los instrumentos de deuda mexicanos fueron de los más transados en el mercado de capitales reportando U\$s868 billones en volumen de transacciones, lo que representa un incremento del 26% respecto de los U\$s687 billones reportados en 2010. Por el contrario, los instrumentos brasileños cayeron un 25% desde U\$s959 billones en 2010 a U\$s722 billones en 2011.²⁰ Naturalmente, ambos mercados tienen una profundidad y liquidez relativa mucho mayor a la del resto de la región. De acuerdo con los informes de la bolsa de Santiago las empresas alcanzaron en conjunto un monto colocado de M\$ 2.050.504 millones (U\$s4.152 millones) en 2011, cifra inferior en 16,5% respecto al volumen de colocaciones registrado el año anterior. Con todo, el mercado de renta fija de Chile, en su conjunto, registró transacciones por \$ 113.488.443 millones (U\$s234.963 millones) las que superan en 19,7% a las operaciones del año 2010. En Perú en 2011 se realizaron transacciones en el mercado de deuda por U\$s641.72 millones de los cuales U\$s507.59 millones fueron bonos. El monto es mayor al de 2010 pero menor a los U\$s1.063.50 millones logrados en 2009. De todas maneras se alcanzaron 365.202 transacciones, la mayor cifra de los últimos cuatro años.²¹ En el caso de Argentina los valores más negociados en BCBA durante 2011 fueron los Títulos Públicos, que tuvieron transacciones por un total de \$128.650 millones de pesos (aproximadamente U\$s32.000 millones). En Obligaciones Negociables (ON) fueron emitidos \$9.315 millones (U\$s2.270 millones), lo que representó una caída del 20,52% respecto a los montos, expresados en Pesos, colocados durante 2010. El 81,3% de las ON emitidas estuvieron nominadas en Pesos y el restante 18,7% en Dólares Estadounidenses. En el año 2011 se emitieron Fideicomisos Financieros por un total de \$22.939,8 millones, lo que representó un incremento del 34,1% en el monto emitido en este instrumento respecto de 2010.²²

En parte, los altos ratios de financiación a corto plazo y la falta de liquidez son producto de una base de inversores que aun no tiene tamaño o diversificación suficiente. Los inversores en general demandan más y mejor información previa a las transacciones y posteriormente a ellas, mayor transparencia en los precios de las transacciones diarias, y por sobre todo que reglas de juego claras y los acuerdos sean cumplidos. Las transacciones del mercado se basan en la información y en

¹⁹ Bleakley Hoyt. “Descalce de Plazos y crisis financiera: evidencia de América Latina”. Universidad de Chicago 2000. http://home.uchicago.edu/~bleakley/Bleakley_Descalce_de_Plazos_CAF.pdf

²⁰ EMTA. Datos provenientes de EMTA Bulletin 1st Q 2012.

²¹ Datos provenientes de la Bolsa de Valores de Lima. http://www.bvl.com.pe/pubdif/infmen/M2011_12.pdf

²² Datos provenientes de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. http://www.bcba.sba.com.ar/uploads/254_not.pdf

expectativas de los agentes, por ende un historial de confianza estimula la inversión de largo plazo sobre la base de la previsibilidad de los flujos invertidos. Ello es indispensable para que los actores domésticos e internacionales utilicen los mercados de capital para transferir sus ahorros a quienes necesitan realizar inversiones productivas. Asimismo, es fundamental el establecimiento de canales de diálogo con potenciales inversores, esto no sólo se refiere a inversores extranjeros sino a inversores institucionales como fondos mutuales o de pensión. Es necesario saber cuáles son sus intereses y necesidades para entender su demanda y ofrecer instrumentos atractivos. Asimismo, es fundamental crear departamentos tanto en las empresas como organismos emisores encargados de tratar específicamente las relaciones con los inversores. Estos departamentos son los principales encargados de responder dudas, brindar información y establecer sólidos vínculos con los inversores fomentando la transparencia, confianza mutua, y credibilidad. También resulta interesante fomentar la utilización de calendarios de emisión para brindar mayor previsibilidad. Es clave impulsar el rol y la participación tanto de los fondos de pensión como de las aseguradoras. En principio estas tienen pasivos de largo plazo que deberían poder “encajar” (*match*) con activos que posean vencimientos similares. Incluso, la escasez de instrumentos afecta sus propios balances ya que si no disponen de bonos a largo plazo deben terminar por optar en invertir en activos que no se ajustan bien a su estructura de pasivos creando potenciales problemas principalmente asociados a riesgos de tasa de interés. En tal sentido, son los principales demandantes de instrumentos de largo plazo, y su función en el mercado es fundamental para la ampliación de la estructura de rendimientos.

En relación a la ampliación de la base de inversores es relevante mencionar el rol de la inversión extranjera. La misma ha crecido en los últimos años principalmente promovida por el relajamiento de controles en varios países. Como se ha visto, en mercados como el mexicano los inversores extranjeros representan casi el 30% de los tenedores de deuda doméstica. Conforme argumenta E. Cavallo (2010) este incremento en la participación extranjera puede incrementar las presiones en la liquidez si se diese una situación de *sudden-stop*. “Ya que antes (cuando la composición de la deuda estaba inclinada hacia la deuda externa) los intentos de liquidar posiciones por parte de los inversores extranjeros permanecían circunscriptos a los mercados secundarios y la contracción de liquidez se limitaba a necesidades de *rollover*; un *sudden-stop* hoy podría desencadenar una gran venta de activos domésticos cuando los inversores externos traten de liquidar sus posiciones y repatriar sus tenencias”.²³ Naturalmente esta presión cambiaría provocaría la devaluación de los activos. En tal sentido es necesario entender mejor las formas de reacción de los inversores extranjeros ante episodios de volatilidad. También es interesante poder conocer en mayor profundidad cuales son los horizontes de inversión y crear regulaciones capaces de fomentar la entrada a los inversores de largo plazo. Así, si bien es cierto que la inversión extranjera puede aportar liquidez y extensión de la curva de rendimientos, su entrada conlleva riesgos que no hay que soslayar.

Un reto adicional presente en los mercados domésticos es el desarrollo y monitoreo del tipo de instrumentos utilizados. Como se anticipó en muchos casos prima la emisión de títulos con tasa flotante lo que en países con altas expectativas de inflación naturalmente provoca un incremento en las tasas (que puede llegar a ser abrupto) acrecentando tangiblemente las probabilidades de riesgo de default y los costos de refinanciación. Existen también riesgos relacionados con los nuevos instrumentos financieros que han sido descritos en apartados anteriores. El crecimiento de los mercados domésticos en los últimos años ha sido veloz y una serie de instrumentos ha aparecido. Se

²³ Eduardo. A Cavallo. Debt Management in Latin America. How Safe is the new debt composition? BID. No. IDB-PB-109. 2010.

han nombrado en este escrito la utilización de fideicomisos y SPVs, elementos de estructuración como los títulos respaldados con activos, con hipotecas residenciales o comerciales, los bonos con garantías de crédito parcial, los bonos con garantías por riesgo político, los GDNs, y *covered bonds* respaldados por activos públicos entre otros. La creación de estos instrumentos debe ir siempre acompañada por un marco legal que los describa con propiedad, y promueva su utilización, pero que también fije criterios adecuados para la medición de los riesgos que soportan en sí mismos y para el sistema. Ello incluye cómo impactan en los estados financieros de los emisores y los inversionistas, cómo contemplar los activos que funcionan dentro de un SPV y por fuera de los balances (*off balance sheet items*). La necesidad de establecer mecanismos de reporte, monitoreo y control idóneos, entidades reguladoras que posean personal con formación adecuada que entiendan el funcionamiento de los nuevos instrumentos es esencial para la estabilidad de los sistemas financieros regionales. Por sobre todo, es necesario que el personal que éste a cargo de la utilización de nuevos instrumentos se encuentre capacitado para comprenderlos cabalmente. En muchos casos las empresas locales, particularmente la banca, tiende a imitar instrumentos utilizados en mercados más sofisticados cayendo en el error de incorporarlos sin tener el conocimiento suficiente sobre sus usos y potenciales riesgos.

Fomentar la transparencia y claridad en las reglas de juego para operar con estructurados es fundamental para brindar mayor profundidad al mercado y mejor acceso a nuevos jugadores. Por ejemplo, la Norma Internacional de Información Financiera Nro. 7 (NIIF 7 o IFRS 7) requiere a las entidades que en sus estados financieros revelen a los usuarios:

- 1) La relevancia de los instrumentos en la situación financiera y en el rendimiento de la entidad; y
- 2) La naturaleza y alcance de los riesgos procedentes de los instrumentos financieros a los que la entidad se haya expuesto durante el ejercicio y la fecha de presentación, así como la forma de gestionar dichos riesgos.²⁴

En la actualidad los países latinoamericanos están convergiendo con la normativa internacional. Sin embargo, las encuestas de la Asociación de Supervisores Bancarios de las Américas (ASBA) manifiestan que los Organismos supervisores consideran que su preparación para una “Transición a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en las Américas” es baja. Principalmente el desarrollo de herramientas de fiscalización, así como la adaptación de sistemas informáticos y la capacitación del personal son escasos.²⁵

Asimismo, al crearse nuevos instrumentos las diferencias entre mercados locales y globales cada vez se hacen más borrosas. Actualmente se emiten bonos en moneda local regidos bajo ley New York, bonos en divisas regidos bajo ley local, bonos regidos con ley local y *clearing* (liquidación y compensación) internacional, la existen de GDNs en donde el depositario imita el título local pero los pagos se liquidan en el exterior en moneda extranjera. Así, la complejidad de estos instrumentos hace cada vez más relevante el logro de una mejor apreciación de los mercados de capital, sus instrumentos, y los riesgos que llevan implícitos. La deuda externa y la doméstica tampoco son completamente independientes. Conforme lo expresan los estudios de Reinhart y Rogoff (2008), han pre-existido reiterados momentos de crecimiento acelerado de la deuda doméstica, y en varios casos, éstos precipitaron colapsos en los pagos de la deuda externa, aun cuando la necesidad de

²⁴ <http://www.normasinternacionalesdecontabilidad.es/nic/pdf/niif7.pdf>

²⁵ Fuente ABSA. Reporte de “Transición a Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en las Américas. 2011.

pago fuere baja. En este sentido, un sobre endeudamiento interno puede precipitar un efecto contagio sobre otros países si impacta negativamente sobre la capacidad de pago externo.

Con la finalidad de comprender más profundamente estas tendencias, es fundamental desarrollar estudios empíricos tendientes a revelar relaciones entre la deuda doméstica y otras variables macroeconómicas principalmente su relación con los déficits fiscales, la inflación y el crecimiento. La falta de datos ha desincentivado este tipo de estudios que hoy resultan fundamentales para comprender mejor esta realidad. En principio algunos autores -David Margolín et al (BIS-CGFS, 2007) y Tovar (2008)- sostienen que el desarrollo de los mercados domésticos es una alternativa no inflacionaria para la financiación de los déficits fiscales. Esto puede ser cierto en el corto plazo. No obstante, la acumulación de deuda doméstica por parte de los gobiernos claramente puede afectar la inflación futura. Ello es producto de que, a menos de que el gobierno aumente sus ingresos por la vía impositiva, se deban monetizar mayores niveles de endeudamiento en un tiempo futuro. La dinámica entre estas variables es de gran relevancia para el desarrollo de políticas adecuadas. Por un lado si los déficits se monetizan en el presente, es decir se imprime moneda para cubrirlo, ocurre un incremento en el nivel de inflación. La inflación desalienta el ahorro, particularmente el ahorro a largo plazo por la pérdida en el valor adquisitivo de la moneda a lo largo del tiempo. La incapacidad de ahorro merma la captación de recursos en los mercados locales. Asimismo, la inflación encarece el crédito doméstico si se opta por aumentar las tasas de interés. Por otro lado, cuando los déficits no se monetizan también ejercen presión sobre las tasas de interés, esta presión desanima la inversión, principalmente la de largo plazo por el encarecimiento progresivo del crédito. Además cuando la deuda se denomina en moneda propia los gobiernos pueden tentarse a utilizar la inflación como método para “licuar” o disminuir la misma. De acuerdo con el estudio de Reinhart y Roggof (2008) el exceso de deuda doméstica es una de las razones que explica porque los gobiernos llegan a niveles de inflación que exceden los niveles de señoreaje (impuesto inflacionario).

El análisis de estas temáticas es fundamental para el desarrollo de políticas públicas coherentes. La realización de estudios empíricos sobre los mismos depende de la capacidad de generar datos completos y pertinentes. A diferencia de los datos existentes sobre deuda externa que son recolectados con periodicidad por diversos organismos multilaterales y para los cuales recientemente se ha creado el “*Joint external debt hub*” como cooperación entre el Bank of International Settlements (BIS), el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y la OECD, no se ha puesto énfasis en la recolección de información sobre deuda interna. De hecho las bases de datos tienden a ser incompletas y muchas veces contradictorias. La disponibilidad de información se hace indispensable para el manejo futuro de los riesgos asociados en vistas a la creciente importancia de este tipo de financiamiento. Es menester poder obtener información no sólo de la deuda pública doméstica, sino también de aquella que es privada. Es necesario obtener mayor información sobre la composición de la misma, los usos de las emisiones, la distribución de los inversores, la distribución de los plazos, entre otros indicadores. Por sobretodo es fundamental contar con una base de datos pública, consolidada, y que posea actualización continua.

Conclusiones

- América Latina se encuentra en un período de desaceleración del crecimiento económico que plantea una variedad de desafíos para la continuidad de políticas promotoras del desarrollo. Esta situación se da en un entorno externo donde existe alta volatilidad producto de: (1) la lenta recuperación de la economía estadounidense; (2) la continuidad de la crisis fiscal europea, donde las soluciones no han sido profundas sino mas bien “parches”; (3) un potencial recalentamiento de las economías emergentes, que puede redundar en una reducción de la demanda y por lo tanto afectar los términos de intercambio negativamente; (4) gran especulación en materia de flujos de capital que puedan generar burbujas tanto en los precios de algunos activos físicos como impulsar la apreciación cambiaria; (5) falta de compromiso global en torno de la medición integral del riesgo de ciertos activos financieros, el riesgo de contraparte, el riesgo de los “ítems” fuera de balance, entre otros.
- En el período de “pre-crisis financiera” varios países latinoamericanos se esforzaron por: (1) mejorar los indicadores de solvencia (principalmente acumulando reservas, disminuyendo los niveles de endeudamiento, cuidando mantener un superávit primario, alterando las estructuras de financiamiento); (2) reducir los desbalances externos (fortalecimiento de las exportaciones en un contexto de mejora de los términos de intercambio), obteniendo superávits en sus cuentas corrientes; (3) construir instrumentos de ahorro (fondos de pensión, fondos del petróleo, fondos de cobre, fondos de los trabajadores, etc.) con capacidad de aplicación de políticas contracíclicas; (4) recuperar la estabilidad interna, mediante políticas de control de la inflación y de metas de inflación; (5) reconstruir el mercado laboral, disminuyendo el desempleo; (6) extender el crédito principalmente hacia el segmento de nuevos trabajadores; (7) Mejorar el funcionamiento de los mercados locales (mejora o ampliación de las plataformas para realizar transacciones, promoción de nuevos instrumentos, nuevos sistemas de información, renovación de software, mejoras en el sistema de compensación y liquidación de transacciones, promoción de reglas claras relacionadas con la inversión y la entrada de capitales, ampliación de los instrumentos en los cuales los fondos de pensión locales pueden invertir).
- Sin desmerecer los logros, los fundamentos económicos actuales son más endebles que aquellos presentes en el periodo previo a la crisis. Principalmente se ha revertido el superávit por cuenta corriente, la entrada masiva de capitales (muchos de corto plazo) ha llevado a la apreciación de varias monedas nacionales restándoles competitividad. Algunos países sufren preocupantes niveles de inflación, ello puede empeorar si se produce un estancamiento económico sin una baja de los niveles de inflación que genere una situación de “estanflación”. Debe existir un gran compromiso de las autoridades en materia de estabilidad de precios, de la recaudación de datos sobre los mismos, y de estudiar sectorialmente los causales de los procesos inflacionarios. Es de gran importancia entender qué aumentos se atribuyen a la demanda internacional y cuáles se dan en la cadena de valor interna, en los procesos de la generación de productos. En este marco la continuidad de las políticas macroprudenciales son altamente relevantes para preservar la estabilidad, aumentar la previsibilidad y, así, promover la inversión a largo plazo.
- Otro factor que puede convertirse en vulnerabilidad se relaciona con la explosión del crédito y la estabilidad del sector bancario. El crédito ha impulsado la demanda interna, ello fue posible porque los bancos aumentaron su credibilidad a través de balances más sanos, incremento en el capital, mejoras de gobierno corporativo, aumentó de encajes legales impulsados por los bancos centrales, utilización de planes de financiación y promociones,

incorporación de nuevos instrumentos financieros. Todo ello aumentó la cantidad de depósitos y abarato el costo de fondeo para las instituciones financieras. Sin embargo, es importante estar alerta a algunas situaciones; por un lado, la caída del producto va a impactar en el mercado de trabajo ello puede afectar la capacidad de repago de préstamos o hipotecas por parte de los hogares. Por otro lado, en algunos países los cambios abruptos en las reglas de juego y la seguridad jurídica, pueden hacer disminuir los depósitos en bancos restando liquidez al sistema.

- La región tiene necesidades de inversión que son acuciantes. Ellas se relacionan principalmente con los sectores productivos, el desarrollo energético, la necesidad de innovación tecnológica, el fomento de los bienes y servicios exportables, la renovación o instalación de infraestructura y la extensión de las comunicaciones, la promoción de la investigación y desarrollo (R&D). Esta situación hace imprescindible aprovechar la liquidez actual y el abaratamiento actual de los costos de fondeo a fin de promover la inversión productiva y continuar impulsando el crecimiento del sector privado local. Para ello se requieren claras reglas de juego, seguridad jurídica en materia de cumplimiento de contratos y posibilidad de recobro, transparencia y aplicación de normas de gobierno corporativo. Tanto las calificadoras de riesgo como los inversores penalizan fuertemente la ausencia de marcos jurídicos sólidos, sistemas adecuados de monitoreo y control, ausencia de sistemas de gestión integral de riesgos. Esto último es cada vez mas relevante dado el impacto positivo que han tenido las calificaciones de “grado de inversión” en la región.
- En el mercado internacional, como en el doméstico, la mayor parte de las emisiones latinoamericanas corresponden a los soberanos y quasi soberanos, sin embargo la participación de los sectores corporativos y las instituciones financieras se ha ampliado notablemente (en emisiones globales). Las compañías localizadas en países con grado de inversión han podido obtener mayor acceso al mercado de capitales global que aquellas localizadas en países con “grado de especulación”. El costo promedio de las emisiones en países con grado de inversión es aproximadamente la mitad que el de las emisiones en países con grado de especulación.
- En los últimos años las emisiones globales de Brasil y México representaron más del 65% del total emitido.
- 56% de las emisiones globales son a largo plazo (mayores a diez años) y 15% de mediano plazo (mayor o igual a siete años y menor a diez). La amplitud en la estructura de vencimientos es uno de los principales atractivos para realizar emisiones globales.
- En relación a los mercados de deuda doméstica las principales razones de desarrollo son:
 - (1) Mayor estabilidad macroeconómica relacionada principalmente con las metas de inflación, disciplina fiscal e incremento de los indicadores de solvencia. Ello en un marco de mayor liquidez y términos de intercambio más favorables.
 - (2) Progresiva ampliación de la base inversora (aunque aun no es suficientemente amplia y diversificada en relación a otras regiones). En algunos mercados como en Chile los fondos de pensión tienen un rol primordial, en otros como Brasil son los bancos los principales inversores en bonos (especialmente estatales), en mercados como México el rol de los inversores extranjeros en el mercado local es de enorme relevancia. Esto demuestra que la composición de la demanda en los mercados esta lejos de ser uniforme en las plazas latinas.
 - (3) Mejora y fortalecimiento de los sistemas financieros y bancarios. Promoción para la optimización en el manejo y gestión de riesgos, promoción de transparencia, mayor

información, políticas anti-lavado de dinero, políticas de gobierno corporativo, progresiva adopción de estándares internacionales de contabilidad (IFRS) y auditoría. También hubo una mejora en la infraestructura de los mercados en materia de ampliación de plataformas de transacciones y sistemas de *clearing*, mayor transparencia en la conformación de precios.

- (4) La aparición de nuevos instrumentos financieros muchas veces promocionados por la banca multilateral y la banca de inversión.
- (5) La necesidad de ampliar el aparato productivo ligado a la exportación de commodities.
- Al analizar los mercados domésticos observando el stock de deuda vigente se concluye: (1) Que el tamaño de los mercados es muy disímil, entre Brasil y México representan casi el 70% del total de títulos. (2) La mayoría de los mercados ha crecido abrupta y rápidamente desde el 2000, exceptuando el caso de Argentina. (3) Aun predominan los emisores del sector público. Sólo en Chile se observa un amplio acceso del sector corporativo. Y sólo en México y Brasil se observa alguna relevancia progresiva del sector de instituciones financieras. (4) El grueso de los instrumentos utilizados poseen tasa flotante, aunque ha habido un incremento en el uso de tasas fijas e instrumentos indexados a la inflación. (5) El uso de instrumentos indexados al tipo de cambio es mínimo, excepto en Argentina y Perú.
- Si bien es cierta la falta de liquidez y profundidad en algunos mercados, la situación difiere bastante de país en país. En el caso de México, por ejemplo, es uno de los mercados emergentes más líquidos del mundo. Es fundamental una mejor recolección de información en torno de la liquidez promedio anual de cada mercado, y verificar qué actores son los que realizan más transacciones.
- Si bien varios estudios señalan una ampliación en la estructura de vencimientos, la mayoría de las emisiones siguen siendo menores a 5 años (ello ocurre principalmente en Brasil). Existe muy poca información completa y consistente acerca de los vencimientos (particularmente respecto de las emisiones del sector privado y financiero) y la importancia de ello tiende a ser subestimada en la literatura sobre el tema.
- Pese a que no es una novedad, pues Reinhart y Rogoff (2008) han demostrado que previamente los mercados domésticos en América Latina han tenido gran relevancia, su importancia hoy es creciente en tanto que se estima que el 90% de las próximas necesidades financieras de la región serán satisfechas a través de los mismos. La utilización de fuentes domésticas y emisiones en moneda local no es exclusiva de los grandes mercados, países medios y pequeños también se han volcado a las mismas. Sin dudas esta es una tendencia que parecería no va alterarse en el corto o medio plazo.
- Las emisiones en moneda local han sido utilizadas para eliminar el riesgo de cambio, a la vez acceder a mercados líquidos y emitir instrumentos a largo plazo. No obstante, las emisiones en moneda local aun tienen costos muy elevados si se las compara con emisiones de iguales características en dólares americanos.
- Uno de los principales riesgos de emitir en moneda local es crear ineficiencias producto de la segmentación de mercados.
- El tamaño del mercado es un factor muy relevante en la potencialidad del desarrollo de las plazas domésticas (pese a no ser el único). En tal sentido la cooperación es muy importante principalmente para los mercados medianos y pequeños. Las iniciativas de los países andinos son innovadoras y prometedoras. Asimismo, el rol de la banca multilateral es fundamental como motor de la cooperación e integración de mercados.

- Se observa un cambio en la estructura de financiación de la deuda respecto del período que va de 1995 a 2000, y el período actual. Los gobiernos han buscado expresamente disminuir su exposición a la deuda externa y denominada en divisa.
- En el marco de la presente estructura de deuda, los retos mas relevantes son: (1) La ampliación de la estructura de plazos en el mercado doméstico. El peso de la deuda de corto plazo es cada vez más relevante y exige alta liquidez para evitar problemas de refinanciación o *rollover*. (2) El efecto desplazamiento del sector privado por la deuda gubernamental. (3) La necesidad de abaratamiento progresivo en las emisiones en moneda local. (4) El tipo de instrumento predominante son los títulos con tasa flotante lo que puede aumentar los riesgos de refinanciación. (5) Es necesario ampliar y diversificar la base inversora, promoviendo un perfil estable. (6) La utilización de nuevos instrumentos financieros que desdibujan la frontera entre mercado doméstico y mercado internacional. Existe una potencial creación de lagunas legales e insuficiente control y monitoreo respecto del funcionamiento de los nuevos instrumentos y el riesgo que implican. Deben desarrollarse mecanismos adecuados de monitoreo de los agentes financieros como de sus instrumentos y los riesgos potenciales que de ellos derivan. (7) Es fundamental entender cómo esta estructura puede afectar otras variables de la economía como ser la inflación presente y la futura. Se requieren datos completos y recurrentes para realizar estudios empíricos capaces de determinar el impacto de esta estructura sobre otras variables. (8) En la misma línea, se requiere generar información completa y recurrente a través de organismos internacionales. (9) La banca multilateral debe cumplir un rol crítico y activo en materia de generación de datos, apoyo de políticas de gobierno corporativo y transparencia; y en el fomento de la cooperación regional (sobretudo entre los mercados medios).

Referencias:

Amante A., Araujo M., Jeunneau S. (2007). "La búsqueda de liquidez en el Mercado de deuda domestica brasileña". BIS Papers.

Ananchotikul S. y Eichengreen B. (2007). "El engranaje de los mercados de capitales latinoamericanos". Banco de Tailandia, Universidad de California-Berkeley, BIS y BFRA.

Banco BBVA (2001). "Algunos apuntes Macroeconomicos para el desarrollo del Mercado de Deuda Doméstica". Estudios BBVA. Workshop on Developing Government Bond Markets in Latin America. Rio de Janeiro, Brazil.

Banco Internacional de Pagos (2007). "Estabilidad financiera y mercados de bonos en moneda local". CGFS Papers. N° 28. BIS

BBVA. Research (2011). "Infraestructura y fondos de pensiones en Brasil". Observatorio Económico. Análisis Económico Brasil.

Banco Santander (2007). "The 2007 Guide to Debt Financing in Latin America". Euromoney & Banco Santander.

Bank of America Merrill Lynch (2012). Capital Markets Update. BAML

Bank of New York Mellon (2011). "An Examination of the Latin American Pension Systems— The Challenges Ahead". BNYM.

Bleakley H. (2000) "Descalce de Plazos y crisis financiera: evidencia de América Latina". Universidad de Chicago.

Bolton y Freixas (2006). "Corporate Finance and Monetary Transmission Mechanism". *The Review of Financial Studies*.

Borensztein E., Eichengreen B. and Panizza U. (2006). "Building Bond Markets in Latin America". University of California-Berkeley.
http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/research/build_bond_mkt_LA.pdf

Borensztein E., Eichengreen B. and Panizza U. (2006). "Debt Instruments and Policies in the New Millennium: New Markets and New Opportunities". IADB.

Borensztein E., Cowan K., Eichengreen B. y Panizza U (Editores), (2008). "Bond Markets in Latin America. On the Verge of a Big Bang?" MIT.

Braasch B. (2011). "Local currency bond markets and its benefits for financial stability". Presentation at the EBRD-G20. French Presidency-Reinvesting BrettonWoods Committee Joint conference. Financial Stability Department. Deutsche Bundesbank.

Calvo G., Liederman, Reinhart C. (1993). "Capital inflows and real exchange rate appreciation". IMF working Papers.

Calvo G. (1998). "Capital flows and capital market crisis: The simple economics of Sudden Stops". Journal of Applied Economics. Vol 1, No. 1. University of Maryland.

Calvo G. and Reinhart C. (1999). "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options". University of Maryland.

Calvo, G., A. Izquierdo, and E. Talvi (2002) "Sudden Stops, the Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability," NBER working paper N° 9828.

Cavallo E. (2010). "Debt Management in Latin America. How safe is the new debt composition?". Policy Brief No. IDB-PB-109. IDB.

CEPAL "Modalidades de Inserción Externa y desafíos de Políticas Macroeconómicas".
<http://www.eclac.org/publicaciones/xml/1/43991/PPT-EEE-Final.pdf>

CEPAL (2011). "Anuario estadístico de América Latina y el Caribe". CEPAL.

CEPAL (2011). "Balance Preliminar de las economías de América Latina y el Caribe". CEPAL.

CEPAL (2010). "Estudio Económico de América Latina y el Caribe – 2010-2011". CEPAL.

Chang R. y Velasco A. (1999). "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy. NBER Working paper no. 7272 (July).

Cheikhrouhou H., Gwinner W.B., Pollner J., Salinas E., Sirtaine S. y Vittas D. (2007). "Structured Finance in Latin America: Channeling Pension Funds to Housing, Infrastructure and Small Businesses". The World Bank.

Cifuentes, R, J. Desormeaux, y C. Gonzalez (2002). "Capital markets in Chile: from financial repression to financial deepening". BIS Papers, n° 11.

Cirasino, M., J. Garcia, M. Guadamillas y F. Montes-Negret (2007). "Reforming the Payments and Securities Settlement Systems in Latin America and the Caribbean". Banco Mundial.

Citibank (2011). "Capital Markets Review 2011". Citigroup Global Markets Inc.

Credit Suisse. "Piecing Together or Falling to Pieces?". 2012 Global Outlook. 2011

Comité Latinoamericano de Asuntos Financieros (2010). "América Latina: Manejando los Flujos de Capital a Inicios de la Crisis de la Deuda en Europa". Declaración No. 22. 16 de Junio del 2010. Washington DC, USA.

Cowan K., Levy-Yeyati E., Panizza U., Sturzenegger F. (2006). "Sovereign Debt In The Americas: New Data and Stylized Facts". BID.

Departamento Monetario y Económico (2007). "Evolución de los sistemas bancarios de América Latina y el Caribe: retos para la aplicación de políticas monetarias y estabilidad financiera". BIS Papers Nro. 33.

Diamond P. (1965). "The national debt in a neo-classical growth model". The American Economic Review. Vol. 55, No. 5.

Eichengreen B., Hausmann R. (1999). "Exchange Rates and Financial Fragility". NBER Working Paper No. 7418.

Eichengreen B., Hausmann R. y Panizza U. (2003). "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are Not the Same and Why it Matters". NBER Working Paper No. 10036.

Eichengreen, B., Hausmann R. y Panizza U. (2003): "The pain of original sin".
<http://elsa.berkeley.edu/~eichengr/research/ospainaug21-03.pdf>

Emerging Markets Trading Association (2012). 1st Quarter 2012 Volume 2012: No. 1

Eyzaguirre N., Kaufman M. Phillips S. y Valdes R. (2011). "Manejando la abundancia en América Latina para evitar las crisis". FMI.

Fitch Ratings (2011). "2011 Latin America Structured Finance Review and Outlook". Structured Finance. Fitch Ratings.

Fitch Ratings (2011). "2012 Outlook: Latin America Sovereign Review. Fitch Ratings.

Fitch Ratings (2012). 2012 Latin America Government Financing Needs. Fitch Ratings.

Fitch Ratings (2012). "Chile". Full rating report. Fitch Ratings.

Fitch Ratings (2012). Uruguay. Full rating report. Fitch Ratings.

Fondo Monetario Internacional (2005). "Development of corporate bond markets in emerging economies". Informe sobre Estabilidad Financiera Mundial, FMI.

Goldman Sachs (2011). "Latin America: Less scope for countercyclical Macroeconomic Policies than in 2008". Latin America Economic Analyst. Issue No: 11/23.

Goldman Sachs (2012). "Emerging Markets. Daily Economic Comment. Issue No: 12/004.

Goldstein, M y P Turner (2004). "Controlling currency mismatches in emerging markets". Institute for International Economics, Washington.

Illanes J. (2010). "Temas en la Administración de Reservas Internacionales del Banco Central". Universidad del CEMA.

Institute of International Finance (2012). "Latin America Regional Overview". IIF.

Izquierdo A. y Talvi E. (2011). "One Region, Two Speeds? Challenges of the new Global Economic Order for Latin America and the Caribbean". IDB.

Jeanneau S. y Tovar C. (2007). "Los mercados de deuda interna en América Latina: logros y retos". BIS Papers No. 36.

Jeanneau S. y Tovar C. (2007). "Los mercados de títulos locales y la política monetaria en América Latina: presentación e implicaciones". BIS Papers No. 36.

Jeanneau S y Tovar C. (2008). "Los mercados de bonos latinoamericanos en moneda local: una panorámica". BIS Papers No. 36.

Jeanneau S. y Tovar C (2008). "Implicaciones de los mercados de bonos en moneda local para la estabilidad financiera: un resumen de los riesgos". BIS Papers No. 36.

Kopf C. (2006). "Sailing in calmer waters. The prospects for domestic bond markets in Latin America". Deutsche Bank Research. DB.

Luengnaruemichai P. y Lian Ong L. (2005). "An anatomy of Corporate Bond Markets: Growing pains and knowledge gains". WP/o5/152. IMF Working papers.

JP. Morgan (2011). "Commodity Markets Outlook and Strategy". Global Commodities Research. JP. Morgan.

Margolin D. (jefe de equipo) (2007). "Estabilidad financiera y mercados de bonos en moneda local". CGFS Papers No. 28. BIS.

Moreno R. (2011). "La formulación de políticas desde una perspectiva <<macroprudencial>> en economías de mercados emergentes". BIS Papers No. 336.

Ocampo J. y Vos R. (2006). "El margen para las políticas y cambio de paradigma en la instrumentación de políticas macroeconómicas en países en desarrollo". (UN-DESA). BIS Papers No. 36.

Ocampo J.A. y Tovar C. (2008). "External and Domestic financing in Latin: developments, sustainability and financial stability implications". Workshop on Debt, Financing and Emerging Issues in Financial Integration. FFD, DESA.

OCDE/CEPAL (2011). "Perspectivas Económicas de América Latina 2012: Transformación del Estado para el Desarrollo". OCDE Publishing.
<http://dx.doi.org/10.1787/leo-2012-es>

Panizza U. (2008). "Developing domestic bond markets: why do we care and the role of South-South cooperation. UNCTAD. Conference on Deepening Financial Sector, Reforms and Regional Cooperation in South Asia, New Delhi.

Panizza U. (2008). "Domestic and External Public debt in Developing Countries". United Nations - Conference on Trade and Development (UNCTAD); Graduate Institute of International and Development Studies (HEI). United Nations Conference on Trade and Development Discussion Paper No. 188.

Tovar C. y Quispe Agnoli M. (2008). "New Financing Trends in Latin America: an overview of selected issues and policy challenges". Federal Reserve Bank of Atlanta. Economic Review.

Turner P. (2001). "Bond Markets in emerging economies: an overview of policy issues". BIS Papers No. 11.

Thomson Reuters (2011). "Debt Capital Markets Review. Managing Underwriters". ThomsonOne.

Ramaswamy S. (2008). "Domestic bond markets in Latin America". BIS.

Reinhart C. y Rogoff K. (2008). "The forgotten history of domestic debt". Working Paper 13946. NBER.

Royal Bank of Canada – Investment Strategy Committee (2012). "The Global investment outlook". RBC. Global Asset Management.

Scotiabank (2011). "Latin America – Regional Economic Outlook. Excecutive Briefing 2011". Global Economic Research. Scotiabank Group.

S. M. Abbas A. y Christensen J. (2007) The Role of Domestic Debt Markets in Economic Growth: An Empirical Investigation for Low-income Countries and Emerging Markets. IMF working papers. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07127.pdf>

Wolff-Hamacher S. (2007). "Local Currency bond issues by international financial institutions". Deutsche Budersbank.

